

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

LUIZ HENRIQUE FERNANDES VARGAS

**ATIVISMO DE AÇIONISTAS NO MERCADO AÇIONÁRIO BRASILEIRO:
EVIDÊNCIAS E DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

**VITÓRIA
2013**

LUIZ HENRIQUE FERNANDES VARGAS

**ATIVISMO DE ACIONISTAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO:
EVIDÊNCIAS E DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Patricia Maria Bortolon.

VITORIA,
2013

Dados Internacionais de Catalogação-na-publicação (CIP)
(Biblioteca Central da Universidade Federal do Espírito Santo, ES, Brasil)

V297a Vargas, Luiz Henrique Fernandes, 1974-
Ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro :
evidências e determinantes em empresas listadas na
BM&FBovespa / Luiz Henrique Fernandes Vargas. – 2013.
92 f.

Orientador: Patricia Maria Bortolon.
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) –
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas.

1. Acionistas. 2. Ações (Finanças). 3. Governança
corporativa. 4. Mercado de capitais. I. Bortolon, Patrícia Maria. II.
Universidade Federal do Espírito Santo. Centro de Ciências
Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

LUIZ HENRIQUE FERNANDES VARGAS

**ATIVISMO DE ACIONISTAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO:
EVIDÊNCIAS E DETERMINANTES EM EMPRESAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do Grau de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 20/09/2013.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a. Patrícia Maria Bortolon
UFES - Universidade Federal do Espírito Santo
Orientadora

Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida
UFES - Universidade Federal do Espírito Santo
Membro interno

Prof. Dr. Lucas Ayres Barreira de Campos Barros
USP – Universidade de São Paulo
Membro externo

Dedico

a minha esposa Roberta, meu filho Guilherme e a
meus pais, Paulo e Terezinha.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelo dom da vida...

A minha esposa e companheira, que, em todos os momentos, mesmo naqueles em que me isolei e tornei-me ausente, esteve ao meu lado.

A meus pais, escolhidos por Deus para serem meus primeiros educadores e amigos. Agradeço por compreenderem minha ausência e vibrarem com minhas vitórias.

A minha orientadora, professora Dr^a Patrícia Maria Bortolon, pelo desprendimento e por presentear-me com sua orientação, estando presente em todas as fases, sempre me incentivando a buscar mais.

Aos professores membros da banca de qualificação Dr. Alfredo Sarlo Neto e Dr. José Elias Feres de Almeida, por suas críticas e contribuições.

A todos os professores do Mestrado em Ciências Contábeis, por, ao longo do curso, terem compartilhado o bem mais precioso: o conhecimento.

À Penha e estagiários da secretaria do mestrado, pela resolução das questões burocráticas e pela simpatia sempre presente.

Aos amigos de turma Abner, Elizeu, Gladysson, Iete, Júlia e especialmente à Luciana pelo privilégio de compartilharmos alguns momentos juntos e pela valiosa ajuda durante o curso. Nunca esquecerei da primeira nota em estatística _ Um divisor de águas.

Aos amigos e servidores do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Espírito Santo, em especial a Rita e Elizario, pelo apoio incondicional durante todo o período do mestrado.

À Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela presteza no atendimento às solicitações de envio de informações.

Aos amigos e companheiros que, de uma forma ou de outra, contribuíram para a realização deste estudo.

Agradeço a todos!

"Faça as coisas o mais simples que você puder,
porém não as mais simples."

Albert Einstein

RESUMO

Este estudo tem por objetivo verificar quais as características e determinantes do ativismo de acionistas nas empresas brasileiras de capital aberto. Por ativismo de acionistas entende-se a tentativa da parte dos acionistas de provocarem alterações na empresa sem uma mudança em sua estrutura de controle, como definem Gillan e Starks (2007). A amostra é composta por 322 empresas para o ano de 2010 e 347 empresas para 2012. Foram analisadas, junto a essas empresas, as atas de assembleias ordinárias, notícias que relataram alguma forma de ativismo e processos abertos junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para o alcance do objetivo, formulou-se um índice composto por sete questões buscando-se evidenciar o ativismo de acionista na amostra do estudo, além da aplicação de regressão logística e regressão linear múltipla. Como resultados principais observou-se a ocorrência de ativismo de acionistas nas atas por meio de propostas apresentadas previamente e durante a assembleia, votos contrários e rejeição às propostas apresentadas, assim como a busca por representação nos conselhos de administração e fiscal, com eleição de membros efetivos por acionistas minoritários para suas composições. Verificou-se evidências de ativismo de acionistas em notícias no período da amostra, com destaque para os eventos de incorporação e operações de fechamento de capital. Pelo interesse que esses eventos despertaram na mídia, observou-se a ocorrência de republicações das notícias com aumento no quantitativo de um período a outro. Quanto aos processos abertos junto à CVM, evidenciou-se redução no quantitativo do ano de 2010 para o ano de 2012, embora tenha ocorrido aumento nos processos relativos a “Medidas adotadas por controlador e/ou administrador da companhia”. O Índice de Ativismo de Acionistas apresentou pontuação máxima para cinco das sete questões, para apenas duas das empresas nos períodos da amostra. As chances de uma empresa ser alvo de ativismo são afetadas negativamente pelo retorno sobre patrimônio líquido e concentração de propriedade e positivamente pelo tamanho da empresa, tamanho do conselho de administração, quantidade de propostas da administração na ordem do dia da assembleia e quantidade de acionistas, tanto pessoas físicas quanto jurídicas. No entanto, com a utilização da variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas, observa-se a não significância estatística para o modelo referente às reclamações abertas junto à CVM. Para as empresas alvo de ativismo evidenciou-se através de regressão linear múltipla que a intensidade do ativismo medido pelo índice é afetada negativamente pelo endividamento, e positivamente pelo tamanho da empresa e quantidade de acionistas pessoas físicas. Desta forma, este estudo contribui para a literatura sobre ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro ao evidenciar sua ocorrência pela utilização de metodologia diferente da frequentemente aplicada a estudos internacionais anteriores, com a utilização de três frentes de análise: atas, notícias e processos abertos junto à CVM. Esta gama de informações permite a verificação desse fenômeno frequentemente analisado em estudos internacionais, porém com escassas pesquisas no mercado acionário brasileiro.

Palavras-chave: Ativismo de Acionistas; Governança Corporativa; Mercado de Capitais.

ABSTRACT

This study aims at verifying the characteristics and determinants of shareholder activism in public Brazilian companies. Shareholder activism means the attempt of shareholders to cause alterations in the company, without changing its control structure, as defined by Gillan e Starks (2007). The sample is made up of 322 companies for the year 2010 and 347 companies for 2012. The study analyzed minutes of the ordinary meetings, media news on activism, and complaints at the Brazilian Securities and Exchange Commission (*CVM*). In order to achieve our goals and show shareholder activism in the sample, an index made up of seven questions was employed, as well as logistic regression and multiple linear regression. The results show the existence of shareholder activism expressed in the minutes through proposals made before and during the meetings, opposing votes and refusal of proposals presented, as well as search for representation in board of directors and audit committee through the election effective members by minority shareholders. Evidence of shareholder activism was verified in news of that period, mainly incorporation events and capital closing operations. Because of the interest these events aroused in the media, the news about them were republished, which led to an increase in the figures from one year to another. As far as the proceedings filed at the Brazilian Securities and Exchange Commission are concerned, there was a decrease from 2010 to 2012, even though there was an increase in proceedings concerning “measures adopted by company’s administrator and/or controller”. The Shareholder Activism Index showed the highest score for five of the seven questions for only two of the sample companies in the study period. The chances of a company to target of activism are negatively affected by return on equity and ownership concentration, and positively by firm size, board size, number of proposals during meetings and quantity of shareholders; both individuals and corporations. However, when using the variable “number of individual shareholders”, no statistical significance was found for the model referring to complaints filed at *CVM*. For companies that had been target of activism, multiple linear regression and activism measured by the index showed that the company is negatively affected by leverage, and positively affected by firm size and quantity of individual shareholders. Therefore, this study is a contribution the literature on shareholder activism in the Brazilian stock market by showing the existence of the former through methodology different from what had been used in international studies, i.e. analyzing three aspects: meeting minutes, media news, and complaints filed at Brazilian Securities and Exchange Commission. This variety of information allows verifying this phenomenon that is frequently analyzed in international studies, but scarcely investigated in the Brazilian market.

Keywords: Shareholder Activism; Corporate Governance; Capital Market.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Composição da amostra.....	34
Tabela 2: Atas de Assembleias Gerais Ordinárias.....	55
Tabela 3: Notícias Valor Econômico	59
Tabela 4: Processos abertos junto à CVM	61
Tabela 5: Estatísticas Descritivas do Índice de Ativismo de Acionistas (IAA).....	62
Tabela 6: Percentual de empresas com eventos de ativismo no IAA	63
Tabela 7: Estatística descritiva das variáveis utilizadas nas regressões.....	65
Tabela 8: Correlação de Pearson – Modelo de Regressão Logística.....	66
Tabela 9: Resultados da Regressão Logística – Grupo 1	67
Tabela 10: Resultados da Regressão Logística – Grupo 2	72
Tabela 11: Correlação de Pearson – Modelo de Regressão Linear Múltipla	75
Tabela 12: Resultados das Regressões Lineares Múltiplas.....	76
Tabela 13: Resultados da Regressão Logística com resultados para <i>dummies</i> de setores – Grupo 1.....	87
Tabela 14: Resultados da Regressão Logística com resultados para <i>dummies</i> de setores – Grupo 2.....	89
Tabela 15: Resultados das Regressões Lineares Múltiplas com resultados para <i>dummies</i> de setores.....	91

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Contextualização e questão de pesquisa	13
1.2 Objetivos da pesquisa	15
1.3 Justificativas da pesquisa	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1 Teoria da agência e estrutura de propriedade	18
2.2 Governança corporativa	20
2.3 Ativismo de acionistas	22
2.3.1 Resultados de estudos sobre ativismo de acionistas em países anglo-saxões	28
2.3.2 Resultados de estudos sobre ativismo de acionistas em outros países	29
2.4 Direitos de acionistas no mercado brasileiro	31
3 METODOLOGIA	34
3.1 Seleção da amostra e coleta de dados	34
3.2 Procedimentos para coleta de dados sobre ativismo de acionistas	36
3.2.1 Atas de Assembleia Ordinárias	37
3.2.2 Notícias sobre ativismo de acionistas	39
3.2.3 Processos abertos por acionistas junto à CVM	41
3.3 Índice de Ativismo de Acionistas	42
3.4 Definição de variáveis para modelos econométricos	44
3.5 Testes estatísticos de diferença de medianas	48
3.6 Modelos de análise multivariada de dados	49
3.6.1 Modelo de regressão logística	49
3.6.2 Modelo de regressão linear múltipla	51
3.7 Limitações da pesquisa	53
4 RESULTADOS	54
4.1 Ativismo de acionistas em atas, notícias e processos na CVM	54
4.1.1 Ativismo de acionistas em Atas	54
4.1.2 Ativismo de acionistas em notícias	58
4.1.3 Ativismo de acionistas em processos abertos junto à CVM	60
4.2 Índice de Ativismo de Acionistas (IAA)	62
4.3 Resultados estatísticos para ocorrência de ativismo de acionistas nas empresas	64
4.3.1 Estatística descritiva dos dados da amostra	64

4.3.2 Resultados dos modelos de regressão logística para o ativismo de acionistas	66
4.3.3 Resultados dos modelos de regressão linear múltipla para o ativismo de acionistas ..	74
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	80
REFERÊNCIAS	83
APÊNDICE A – Resultados completos dos modelos de regressão logística	87
APÊNDICE B – Resultados completos dos modelos de regressão linear múltipla	91

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização e questão de pesquisa

As modernas organizações trazem consigo relações de interesses e conflitos diferentes daqueles contemplados na estrutura conceitual da teoria econômica clássica para qual a teoria da firma foi desenvolvida, como evidenciam Jensen e Meckling (1976). Nessa teoria, as empresas eram regidas por um único indivíduo que figurava como seu administrador e principal provedor de capital, o que as difere das modernas organizações, segundo Berle e Means (1932).

Assim, segundo Jensen e Meckling (1976), na teoria da firma a empresa é vista como uma “caixa preta”, com o propósito de atender aos mais diversos interesses, não abarcando os problemas de propriedade e controle existentes nas empresas modernas, como Berle e Means (1932) relatam inicialmente em seu estudo. Tais problemas, existentes entre a separação de propriedade e controle, são a essência da teoria de agência da qual se originam os conflitos de agência observados no estudo seminal de Jensen e Meckling (1976).

Os conflitos de agência surgem da relação agente-principal na qual uma ou mais pessoas, o principal, engaja outra pessoa, o agente, e delega a este algum tipo de poder para a execução de serviços em seu nome. Como nessa relação pode ocorrer a maximização das utilidades de ambas as partes, crê-se que o agente nem sempre agirá de acordo com os interesses do principal. Incorrem, nessas relações, tanto o principal quanto o agente em custos positivos de monitoramento e de garantias contratuais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Da mesma relação surgem ainda os problemas de assimetria informacional, nos quais o agente é detentor de mais informações que o principal, uma vez que exerce as responsabilidades pelas atividades da empresa, detendo informações relevantes das operações das organizações (IUDÍCIBUS; LOPES, 2008).

A empresa, portanto, é vista como um conjunto de contratos entre os diversos participantes. Tem-se, assim, a empresa como uma ficção legal que serve como ponto de conexão para as relações contratuais entre os indivíduos (JENSEN; MECKLING, 1976).

No entanto, em decorrência da concentração de propriedade, observada no estudo de La Porta *et al.* (1998), para diversos países e nos resultados de Valadares e Leal (2000), no mercado acionário brasileiro, verifica-se outro tipo de problema de agência diferente do observado em

mercados com propriedade dispersa, os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários, em função do controle corporativo exercido. A concentração acionária surge como mecanismo desenvolvido em substituição à proteção acionária precária existente em alguns países, como afirmam La Porta *et al.* (1998). Para Aldrighi e Mazzer Neto (2005), essa concentração de propriedade se constitui como principal problema de agência em países em desenvolvimento e na Europa continental, em virtude da potencial expropriação dos acionistas minoritários.

Em decorrência dos problemas de agência existentes nas empresas modernas, tanto em mercados difusos quanto nos de concentração acionária, o ativismo de acionistas surge como forma de engajamento e influência dos acionistas na gestão das empresas. Segundo Gillan e Starks (2007), o ativismo de acionistas consiste em tentativa de provocar uma alteração na empresa, sem uma efetiva mudança em sua estrutura de controle.

Seu objetivo é o de desenvolver recomendações que busquem a superação das armadilhas existentes no relacionamento presente nas empresas e originárias dos conflitos de agência, uma vez que aponta ineficiências, analisa possíveis falhas de governança corporativa e identifica custos de agência referentes à empresa alvo. Assim, o ativismo de acionistas se caracteriza como um conjunto de alternativas disponíveis aos acionistas insatisfeitos para responderem a ação corporativa ou desempenho decepcionantes (SCHÄFER; HERTRICH, 2011).

Estudos sobre eventos de ativismo de acionistas têm sido desenvolvidos ao longo dos anos na busca por identificar sua ocorrência, patrocinadores e características das empresas alvo. Essas pesquisas têm centrado sua atenção, principalmente, nos países anglo-saxões através da análise de propostas de acionistas, enviadas previamente às assembleias, como os estudos de Strickland, Wiles e Zenner (1996), Smith (1996), Gillan e Starks (2000) e Renneboog e Szilagyi (2010).

Entretanto, nos últimos anos, observa-se a disseminação dos estudos que relatam ativismo de acionistas em outros mercados, principalmente no continente europeu. Por apresentarem características de mercado diferentes dos países anglo-saxões, tais estudos utilizam métodos variados para identificar e analisar os eventos de ativismo. Seus objetivos buscam, dentre outros, identificar as características das empresas relacionadas com os eventos de ativismo, como nos estudos de Jong, Mertens e Roosenboom (2006), Judge, Gaur, Muller-Kahle

(2010), Poulsen, Strand e Thomsen (2010), Cziraki, Renneboog e Szilagyi (2010) e Schäfer e Hertrich (2011).

No Brasil, pesquisas sobre ativismo de acionistas são escassas, sendo estudos voltados ao ativismo de investidores institucionais, como se observa em Crisóstomo e González (2006) e Punsuvo, Kayo e Barros (2007).

Destarte, a questão norteadora deste estudo é: Quais as características e determinantes do ativismo de acionistas nas empresas brasileiras de capital aberto com ações listadas na BM&FBovespa?

Entende-se por características, além do modo como ocorre o fenômeno no mercado acionário brasileiro, os meios e as formas que os acionistas encontram para exercerem o ativismo. Por sua vez, por determinantes considera-se neste estudo as variáveis que exercem influência positiva ou negativa sobre a probabilidade de ocorrência do ativismo de acionista, bem como a intensidade de tal fenômeno.

Este estudo visa a contribuir com evidências empíricas sobre a discussão existente acerca do ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro, ainda com escassos resultados apresentados à literatura. Evidencia, portanto, a ocorrência do ativismo de acionistas em um mercado com características e proteção legal diferentes dos países anglo-saxões, onde historicamente vêm-se estudando sua ocorrência.

1.2 Objetivos da pesquisa

Para a eficiência de um sistema de governança, devem ser combinados diferentes mecanismos internos e externos, com a finalidade de assegurar decisões do melhor interesse aos acionistas no longo prazo (SILVEIRA, 2010). Os debates relativos à estrutura de governança corporativa foram intensificados no fim da década de 90, no Brasil e estimulados pela abertura da economia, privatizações, permissão de entrada de novos investidores, como estrangeiros e institucionais, resultando na adoção de novas práticas de governança e tornando o Brasil um caso interessante a ser analisado (SILVA; LEAL, 2005).

O ativismo de acionista pode ser considerado um mecanismo de governança corporativa útil, em razão do monitoramento que exerce nas organizações e pela representação nas

assembleias de acionistas (RENNEBOOG; SZILAGYI, 2010). Para Van der Elst (2011a), o ativismo de acionistas pode ser considerado um componente fundamental ao debate sobre governança corporativa e, segundo Gillan e Starks (2000), houve evolução no ativismo de acionistas de forma a torná-lo importante característica dos mercados financeiros, pois busca reverter situações em que se observa baixo desempenho das empresas.

O objetivo geral deste estudo é o de verificar nas empresas brasileiras quais são as características e determinantes para a ocorrência do ativismo de acionistas junto a este mercado.

Para alcançar este objetivo geral, os seguintes objetivos específicos se fazem necessários:

- i) Verificar e classificar a ocorrência do ativismo de acionistas nas empresas da amostra;
- ii) Comparar a ocorrência dos eventos de ativismo de acionistas nos meios de análise no período do estudo;
- iii) Investigar quais variáveis exercem influência na ocorrência dos eventos de ativismo de acionistas nas empresas da amostra;
- iv) Identificar nas empresas alvo de ativismo quais variáveis possuem relação com a intensidade do ativismo.

1.3 Justificativas da pesquisa

A maior parte dos estudos sobre ativismo de acionistas ocorre em países anglo-saxões, em virtude do ambiente propício para este tipo de pesquisa. Neste sentido, afirmam Poulsen, Strand e Thomsen (2010) pouco se saber sobre o ativismo de acionistas fora dos Estados Unidos e Reino Unido. Schäfer e Hertrich (2011), ao relatarem os estudos de ativismo, afirmam que, embora o ativismo de acionistas seja uma prática que date do início do século 20 no mercado norte-americano, ele continua sendo um fenômeno recente nos mercados financeiros europeus, com exceção do Reino Unido. Quando ocorrem na Europa, esses estudos têm como foco o Reino Unido e poucos estudos contemplam outros países do continente.

No entanto, nos últimos anos, a pesquisa sobre ativismo de acionistas apresentou resultados em outros mercados, como: Alemanha, Bélgica, França, Holanda, Japão e Suécia. No Brasil, os escassos trabalhos que abordam o ativismo de acionistas podem ser justificados pela afirmação de Crisóstomo e Gonzáles (2006) de que obter dados sobre ativismo de acionistas não é tarefa fácil, pois o mercado acionário brasileiro ainda está em processo de maturação, o qual se caracteriza pela ausência de pequenos investidores e pela concentração acionária forte. No entanto, os mesmos autores afirmam que “[...] o atual amadurecimento do mercado brasileiro já suscita a possibilidade desse tipo de investigação” (CRISÓSTOMO; GONZÁLES; 2006, p. 142).

A existência de ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro ocorre, principalmente, em virtude dos conflitos de agência originários da concentração de propriedade e pela influência direta dos acionistas majoritários sobre o controle da empresa (VALADARES; LEAL, 2000).

Esta pesquisa se justifica, portanto, pela oportunidade de agregar informações empíricas à escassa literatura de ativismo de acionistas em mercados não anglo-saxões, em uma estrutura que se caracteriza pela concentração de propriedade, além de ser, o Brasil, uma economia emergente, com características próprias em relação à cultura de investimentos e proteção legal.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção é apresentada a sustentação teórica para a pesquisa a qual se encontra em quatro tópicos. O primeiro apresenta conceitos sobre teoria da agência e estrutura de propriedade. Governança corporativa e sua importância à proteção dos investidores são apresentadas no segundo tópico. O terceiro tópico traz conceitos de ativismo de acionistas e apontamentos de pesquisas realizadas, tanto em mercados anglo-saxões quanto em europeus, menos tradicionais quanto à questão objeto deste estudo. E por fim, no quarto tópico, apresentam-se alguns embasamentos legais que suportam os direitos de acionistas no mercado acionário brasileiro quanto a sua participação como investidores ativos nas empresas.

2.1 Teoria da agência e estrutura de propriedade

A estrutura conceitual contemplada na teoria da firma apresenta a empresa, segundo Jensen e Meckling (1976, p. 3), como “[...] uma ‘caixa preta’ manipulada de forma a atender às condições marginais relevantes no que diz respeito a inputs e outputs, maximizando, desta forma, os lucros, ou, mais precisamente, o valor presente [...]”¹. No entanto, problemas de propriedade e controle evidenciam-se nas modernas empresas, como relatado por Berle e Means (1932) em seu estudo, ao evidenciar a manutenção do controle da empresa sem a existência de um dono dominante, ou seja, a separação entre o controle e a propriedade. Isto, segundo os autores, tornaria os gestores mais capacitados e acarretariam divergências de interesses entre proprietários e gerentes.

Em seu artigo seminal, Jensen e Meckling (1976) tratam da teoria de agência que possui por essência os problemas originários da separação entre propriedade e controle. Para os autores, a empresa é uma ficção legal, não um indivíduo, que serve como um ponto de conexão no qual os objetivos conflitantes entre os indivíduos encontram equilíbrio no contexto das relações contratuais. Desta forma, os conflitos de agência se caracterizam como resultante da tendência que o administrador-proprietário possui de se apropriar, para seu próprio consumo, dos recursos da empresa na forma de vantagens ou mordomias.

A teoria de agência também traz consigo problemas de assimetria informacional, que segundo Iudícibus e Lopes (2008), ocorre em virtude de maior concentração de informações em posse

¹ The firm is a “black box” operated so as to meet the relevant marginal conditions with respect to inputs and outputs, thereby maximizing profits, or more accurately, present value.

do agente do que do principal. Segundo os autores, isso ocorre porque o agente exerce as responsabilidades pelas atividades da empresa e, assim, detém informações relevantes das operações das organizações e não disponíveis a outros participantes do mercado.

Com a finalidade de evitar expropriação, contratos são firmados na busca de delimitar as atividades exercidas por aqueles que passam a controlar o capital. No entanto, com a dificuldade de descrever e prever contingências futuras, não existe a possibilidade de firmarem um contrato completo, o que leva a alocação de controles residuais para os gestores e lhes permite o poder discricionário de alocação dos recursos a sua escolha (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), se por um lado há alocação discricionária de recursos pelos gestores, por outro, os investidores individuais não se veem motivados ao aprendizado e monitoramento da gestão das empresas que financiam, o que leva ao problema conhecido como *free-riding*.

Estes problemas de agência entre gestores e acionistas, que se verificam nos estudos iniciais sobre teoria de agência, diferem daqueles observados em muitos países em virtude da concentração de propriedade nas empresas e da proteção legal existente, como evidenciam La Porta *et al.* (1998).

Com uma amostra de 49 países, La Porta *et al.* (1998), em seu estudo sobre proteção de acionistas, relatam que a concentração de propriedade das empresas de capital aberto está negativamente relacionada à proteção dos investidores. Segundo esses autores, em países com “pobre” proteção acionária, mecanismos são desenvolvidos em sua substituição e a concentração de propriedade figura como uma resposta adaptativa a ela.

Quanto maior o nível de concentração de propriedade, maior o incentivo ao controle e à participação direta na gestão da empresa, o que leva a um novo problema de agência, entre acionistas controladores e minoritários. Isto ocorre quando a participação de um acionista é grande o suficiente para exercer influência direta sobre a gestão da empresa, existindo incentivos que acabam por reduzir o retorno aos minoritários (VALADARES; LEAL, 2000).

A existência de controladores, para Aldrighi e Mazzer Neto (2005), eleva o valor das empresas e atenua o problema com *free rider* no monitoramento das empresas pela existência de fortes incentivos para o alinhamento de interesses e a maximização dos lucros das

empresas. No entanto, afirmam os autores, a renúncia aos benefícios inerentes à diversificação só se apresentaria recompensadora pelo acesso aos ganhos privados de controle.

No entanto, existe um amplo reconhecimento de que o potencial de expropriação dos acionistas minoritários pelos controladores, em diversos países, se constitui como o principal problema de agência. Isto excede os benefícios que a concentração de propriedade e controle poderia proporcionar quanto ao monitoramento e aos custos de transação (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005).

2.2 Governança corporativa

Após a fase de investimento de recursos, os investidores pouco têm a contribuir para o futuro da empresa, o que os torna suscetíveis de expropriação por gestores profissionais ou empresários e revela a necessidade de medidas de proteção que garantam o retorno futuro de seus investimentos. Os mecanismos de governança corporativa fornecem a garantia de retorno do capital investido nas empresas (SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Para Silveira (2010), a governança corporativa trata de questões relacionadas ao processo decisório da alta gestão das empresas e dos relacionamentos entre os principais personagens dessas organizações, com destaque para os executivos, conselheiros e acionistas. Por outro lado, Ramos e Martinez (2006), evidenciam que, como visam em sua essência à eficiência da empresa, as práticas de governança corporativa têm sido apontadas como condição essencial ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Percebe-se, ainda, a governança corporativa como uma resposta às assimetrias contratuais e informacionais, que conceitualmente estão intrinsecamente ligadas a mecanismos ou princípios que dentro da empresa governam o processo decisório. A questão central na governança corporativa é a proteção dos acionistas (TERRA; LIMA, 2006).

Para La Porta *et al.* (2000), a necessidade de proteção dos investidores externos das instituições sustenta a abordagem jurídica da governança corporativa, pois a proteção jurídica acarreta menor eficiência da tecnologia de expropriação, o que diminui os benefícios privados de controle e aumentam as oportunidades de financiamento externo.

Kappler e Love (2004), ao estudarem níveis de governança corporativa em mercados emergentes, encontram que, além da governança corporativa estar correlacionada com o grau de assimetria de informações e com o melhor desempenho operacional e avaliação de mercado, as evidências sugerem que o nível da mesma se mostra mais importante em países com ambientes legais fracos.

Os mecanismos de governança corporativa, para Gillan (2006), são visualizados por pesquisadores, independente da definição utilizada, como pertencentes a dois grupos: os internos e os externos às empresas. Os mecanismos internos introduzem elementos de governança necessários às decisões de financiamentos e investimentos tomadas pela gestão enquanto agente dos acionistas. Os mecanismos externos introduzem elementos importantes à captação de recursos para as empresas.

Entende-se, portanto, que os mecanismos de governança corporativa visam a harmonizar as relações existentes entre as partes envolvidas nos conflitos de agência, por meio da minimização destes problemas (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; SILVEIRA; BARROS, 2008).

Estudos identificam estes mecanismos como se observa, dentre outros, em Silveira, Barros e Famá (2003), Silveira e Barros (2008) e Silveira (2010). Para Silveira (2010), a proteção legal é um dos mecanismos externos de governança corporativa, e destaca que a eficiência desse sistema está na combinação de diferentes mecanismos externos e internos. Outros mecanismos externos são citados, como o grau de competição do mercado, a possibilidade de aquisição hostil, a fiscalização dos agentes de mercado e a estrutura de capital. Como mecanismos internos são citados o conselho de administração, o sistema de remuneração, a concentração acionária e a atuação de investidores institucionais.

Gillan (2006) cita, ainda, como mecanismo interno de governança corporativa os estatutos e os sistemas de controle internos e como mecanismos externos os meios de comunicação e as ações externas.

Dentre os mecanismos de governança corporativa destacam-se os conselhos de administração, que para Hermalin e Weisbach (2003) são, na teoria, instituições econômicas que existem para a solução de problemas de agência que são próprias das organizações. Andrade et al. (2009) afirmam que o conselho de administração é visto como órgão com a responsabilidade

de decidir pelos proprietários, e suas atribuições são fatores importantes para a explicação de parte do desempenho e valor das empresas no mercado.

Estudos acadêmicos têm-se voltado para analisar as estruturas dos conselhos de administração, como os de Lipton e Lorsh (1992), Yermack (1996), Hermalin e Weisbach (2003), Dutra e Saito (2002) e Andrade *et al.* (2009). Entre os resultados para esses estudos estão observações quanto às críticas de Jensen (1993), ao afirmar que manter os conselhos com tamanhos menores ajuda a melhorar o desempenho, pois quando os conselhos ultrapassam certa quantidade de membros, sete ou oito pessoas, há menor propensão ao funcionamento eficaz, tornando-os mais propícios ao controle do diretor executivo (CEO).

A não realização das tarefas do conselho de administração acarreta o surgimento de oportunidade para o ativismo de acionistas, em que soluções para conselhos inadequados são utilizadas. Como soluções observam-se as operações de compra e venda de ações ordinárias, que funcionam como um mercado de controle corporativo, e o monitoramento desempenhado pelos investidores institucionais junto às empresas, uma vez que atuam em defesa dos interesses dos investidores através das propostas por procuração (GILLAN; STARKS, 2007).

2.3 Ativismo de acionistas

Pode-se considerar que as atividades de monitoramento e o ativismo de acionistas são componentes fundamentais ao debate de governança corporativa e, por conseguinte, à manutenção do equilíbrio entre os poderes do conselho de administração e dos acionistas, como afirma Van der Elst (2011a). O ativismo de acionistas evoluiu ao ponto de se tornar uma importante característica dos mercados financeiros, pois busca aumentar o valor ao acionista ao focar a gestão de empresas que apresentam baixo desempenho e pressioná-las a reverter esta situação (GILLAN; STARKS, 2000).

Ao longo dos anos, diversos trabalhos acadêmicos buscaram definir e demonstrar a ocorrência de ativismo de acionistas, as empresas alvos e os principais patrocinadores desse fenômeno. Esses estudos focam principalmente os países anglo-saxões, como a pesquisa de Smith (1996), em que o autor afirma ser o ativismo de acionistas definido pela inclusão de monitoramento e tentativa de mudança na estrutura de controle das empresas que não são percebidas por buscarem a maximização da riqueza do acionista.

No entanto, nos últimos anos, pesquisas em outros mercados surgiram, como a de Schäfer e Hertrich (2011), que define o ativismo de acionistas como um conjunto de alternativas disponíveis aos acionistas insatisfeitos para responderem à ação corporativa ou desempenhos decepcionantes. Nesse sentido, Gillan e Starks (1998) afirmam que o ativismo de acionistas consiste em uma tentativa de provocar uma alteração na empresa, sem efetiva mudança em sua estrutura de controle.

Os problemas de agência relatados no estudo de Jensen e Meckling (1976) são o pano de fundo para o ativismo de acionistas que, por possuírem direitos como proprietários, exercem seu papel junto às organizações.

Embora o enfoque normalmente utilizado nessas pesquisas seja o financeiro, estudos para o ativismo socialmente orientado têm surgido, como o de Poulsen, Strand e Thomsen (2010). Segundo os autores, o ativismo de acionistas ultrapassa os custos e benefícios aparentes, pois ele pode, através da pressão social, exercer influência sobre a administração, e também sobre investidores profissionais, fazendo com que estes participem de uma campanha favorável ou contra determinadas práticas administrativas, em assembleias anuais.

Pesquisas como de Judge, Gaur e Muller-Kahle (2010) objetivam verificar o ativismo através das duas vertentes: financeira e social. Em seu estudo, os autores buscam compreender os antecedentes de ativismo de acionistas financeiramente e socialmente orientados nas empresas de três países *common law* e três *civil law*, por meio de análise de notícias sobre ativismo de acionistas. Dentre outros resultados, afirmam existir relação positiva entre tamanho da empresa e lucratividade com o ativismo socialmente orientado e relação negativa entre concentração de propriedade e esse ativismo. O ativismo financeiramente orientado apresenta relação negativa com rentabilidade e concentração de propriedade.

Jensen (1993) define o investidor ativo como aquele que monitora a gestão, que consegue representação em conselhos e, além de estar envolvido em processos de destituição de gestores, possui muitas vezes envolvimento íntimo com a direção estratégica da empresa. Complementa o conceito de acionistas ativistas a afirmação de Crizóstomo e Gonzáles (2006) de que este é um investidor que, sem ter o controle majoritário, busca influência no processo decisório da empresa de forma a que seus direitos sejam respeitados. Busca-se, portanto, mudar o *status quo* por intermédio da pressão.

Essa mudança do *status quo*, para Gillan e Starks (1998), ocorre através da “voz”, que reflete uma gama de atividades dentre as quais: (i) as propostas de acionistas, (ii) negociação direta com a administração e (iii) a utilização de meios de comunicação como via de propagação de informações a outros investidores sobre os problemas e mudanças que se fazem necessárias nas empresas. Essas questões, em sua maioria, segundo os autores, se referem à política social e reformas de governança corporativa.

Dentre o grupo de acionistas que exercem o ativismo nas empresas, os investidores institucionais consistem, segundo Schäfer e Hertrich (2011), os atores mais importantes. A participação desses investidores, segundo Gillan e Starks (1998), ocorre em virtude do retorno sobre os investimentos compensarem seus custos de monitoramento.

Sobre o envolvimento de tais investidores, afirmam Punsuvo, Kayo e Barros (2007) que “[...] num mercado em que as participações acionárias são tão concentradas como no Brasil, parece ser razoável a ideia de que uma governança corporativa de qualidade possa ser substituída por uma maior participação acionária dos fundos de pensão”.

A maior participação de investidores institucionais confirma a afirmação de Karpoff (2001) de que houve aumento na frequência do ativismo de acionistas quando aumentou a participação dos investidores institucionais e a adoção de disposições *anti-takeover* pelas empresas.

Para Gillan e Starks (2007), existem evidências empíricas que documentam o papel dos investidores institucionais no monitoramento das empresas, com diferentes modos de atuação quanto à negociação. Uma dessas estratégias, segundo Gillan e Starks (2000), consiste na venda das participações em empresas com baixo desempenho. No entanto, eles não o fazem por apresentarem participações a um nível que lhes seria prejudicial, em virtude de seu volume, o que levaria o preço das ações para baixo e lhes causaria perdas adicionais.

Os investidores institucionais podem ainda, segundo Gillan e Starks (2007), ser relutantes na realização do ativismo nas empresas em que exercem monitoramento. Isto porque, além de acionistas, podem possuir operações com as empresas alvo do ativismo, o que lhes acarretaria potenciais conflitos de interesse.

Estudos como os de Mietzner e Schwizer (2007) e Brav *et al* (2008) trazem evidências de retornos anormais no anúncio de ativismo de investidores institucionais nas empresas alvo,

quando estes adquirem blocos de direitos de voto para assim exercerem o ativismo. Segundo Mietzner e Schwizer (2007), os retornos anormais são consistentes com a percepção do mercado de que esses investidores possuem capacidade para a redução dos custos de agência, e assim, aumentar o valor do acionista. Brav *et al* (2008) afirmam que o controle é buscado raramente pelos fundos de *hedge* e os casos, em sua maioria, ocorrem sem confrontos. Segundo esses autores, as empresas alvo desse ativismo experimentam aumento no retorno aos acionistas, no desempenho operacional e na rotatividade de diretores executivos.

Afirmam Gillan e Starks (2000) que a votação e a reação do mercado de ações dependem das questões abordadas nas propostas e da identidade de seu patrocinador. As propostas patrocinadas pelos investidores provocadores (*gadfly*) possuem menos votos e são associadas com pequeno impacto positivo no preço das ações. Por outro lado, as propostas patrocinadas por investidores institucionais ou grupos coordenados de investidores têm significativamente mais votos e aparentam apresentar algum impacto negativo pequeno porém mensurável nos preços das ações.

Para Renneboog e Szilagyi (2010), as propostas de acionistas exercem efeito positivo sobre o preço das ações e têm por alvo empresas que utilizam disposições *antitakeover*, possuem conselhos ineficazes e CEOs com incentivos inadequados.

O processo de tomada de decisão nas assembleias representa para Logsdon e Van Buren III (2009) um confronto “David vs Golias”, uma vez que os acionistas minoritários, com menor base de votos, têm que fazer frente à “poderosa corporação”.

O ativismo de acionistas, seja por investidores individuais ou institucionais, apresentam diferenças e evidenciam-se na literatura acadêmica em relação a seu engajamento como ativismo formal e informal, como afirmam Nordén e Strand (2011). Por um lado o ativismo formal ocorre através de esforços públicos dos acionistas por suas propostas apresentadas, por ações tomadas nas assembleias anuais e por iniciativas ao debate público. Por outro lado, o ativismo informal, segundo Schäfer e Hertrich, (2011) ocorre nos bastidores sob a forma de negociações não visíveis ao público, de forma privada entre acionistas e gestores. A comunicação nesse ativismo se estabelece por meio de carta escrita ou através de reuniões privadas com a alta gerência.

Karpoff (2001) define essas duas formas de ativismo em seu estudo como propostas de acionistas que ocorrem em reuniões anuais das empresas e negociações privadas. O autor

afirma que, embora distintas, essas duas formas não são mutuamente excludentes e sim, em muitos casos, usadas em conjunto.

Em relação ao ativismo informal Logsdon e Van Buren III (2009), afirmam que o diálogo que ocorre entre empresa e acionistas dissidentes nos bastidores representa o lugar onde ocorrem as conquistas mais substanciais. No entanto, por ocorrerem fora da visão pública não possuem análise acadêmica ou da imprensa. Em seu estudo, os autores investigam o fenômeno do diálogo em empresas e destacam a estratégia diferenciada entre grupos de ativismo e empresas da amostra referentes a esse fenômeno.

Assim, a execução do ativismo em virtude de participação no capital de uma empresa pode ocorrer por meio de instrumentos diversos, a depender do tipo de acionista e dos incentivos que os mesmos possuem para exercê-los. Schäfer e Hertrich, (2011) apresentam um resumo dos instrumentos utilizados:

- direito a voto nas assembleias de acionistas, que ocorre em virtude de participação no capital da empresa, consistindo no mais poderoso instrumento disponível ao investidor de capital;
- diálogo com a gestão da empresa, que geralmente ocorre a portas fechadas em reuniões ou através de cartas e apresenta importância quanto ao exercício ativo da participação acionária;
- comunicação externa, em que o investidor vem a público manifestar suas preocupações sobre a empresa, o que pode resultar em impacto negativo no relacionamento entre o acionista e a gestão, sendo utilizado, portanto, como último recurso;
- resoluções de acionistas, na qual os acionistas apresentam suas resoluções e convocam uma assembleia geral extraordinária para votá-las, instrumento este considerado muito conflituoso;
- comunicação dos acionistas aos reguladores, que ocorre quando o acionista busca a defesa ou implementação de seus direitos como acionista ativo;
- grupo de investidores juntos na busca por ativismo, que visa a permitir aos acionistas reforçarem sua mensagem e combinarem o poder de uma forma eficiente.

Tal possibilidade pode ser apreciada pelas empresas em razão de facilitar a comunicação e solucionar problemas;

- ação judicial nos tribunais, em que os acionistas buscam a justiça como forma de fazer valer seus direitos acionários.

Del Guercio, Seery e Woidtke (2008) encontram em seu estudo evidências de que os investidores exercem o ativismo ao não votarem nas propostas apresentadas. Segundo os autores, o fato de não votarem se constitui em ferramenta de ativismo de baixo custo e figura como tentativa de os acionistas ativistas convencerem outros acionistas a passarem uma mensagem que demonstre sua insatisfação.

Dentre os fatores determinantes para uma empresa ser alvo de ativismo de acionistas observa-se em estudos acadêmicos: i) maior participação institucional, como encontram Strickland, Wiles e Zenner (1996); ii) fraco desempenho operacional, pelos achados de Renneboog e Szilagyi (2010), embora Smith (1996) não encontre apoio para este resultado; iii) fracos mecanismos de governança, como resultados de Gillan e Starks (2007) e Renneboog e Szilagyi (2011); iv) maior tamanho das empresas, como evidência de Schäfer e Hertrich (2011); e, v) baixa alavancagem, como resultado de Cziraki, Renneboog e Szilagyi (2010), e que afirmam Poulsen, Strand e Thomsen (2010) haver menor ativismo de acionistas em empresas mais alavancadas, o que indica credores assumindo parte do monitoramento.

Embora a literatura apresente diversas pesquisas sobre ativismo, existem problemas que tornam difícil a medição dos resultados alcançados por intermédio do ativismo de acionistas (GILLAN; STARKS, 1998; GILLAN; STARKS, 2007). As negociações de bastidores que não refletem externamente essa atividade tornam o ativismo de acionistas um desafio, pois os estudos se concentram nas propostas que são votadas e não conseguem abarcar o que ocorre a portas fechadas.

Verifica-se, ainda, estabelecimento de um nexos de causalidade entre o ativismo de acionistas e as alterações ocorridas posteriormente na governança e entre as alterações na governança e as mudanças no desempenho corporativo. As alterações podem ser fruto, ainda, de outras influências como pressão pública e as negociações nos bastidores (GILLAN; STARKS, 2007).

2.3.1 Resultados de estudos sobre ativismo de acionistas em países anglo-saxões

Nos países anglo-saxões, como instrumentos usados no ativismo de acionistas, verifica-se a análise de resultados de votação das propostas apresentadas por acionistas à pauta das assembleias e às com patrocinador específico.

Em seu estudo, Smith (1996) analisa características que levam as empresas a se tornarem alvo de ativismo de acionistas pelo CalPERS em um período de cinco anos da amostra. Os resultados revelam que o tamanho da empresa, o nível de participação institucional e o desempenho no preço das ações possuem relação positiva com a probabilidade das empresas serem alvo de ativismo. Segundo o autor, a variável tamanho das empresas pode afetar a probabilidade da empresa ser alvo em virtude de sua maior participação nas carteiras de instituições de investimento.

Strickland, Wiles e Zenner (1996) estudam o ativismo de acionistas pela eficácia de monitoramento de pequenos acionistas unidos em uma organização de defesa de seus direitos, a *United Shareholders Association (USA)*, para um período de oito anos. Os autores avaliam o impacto da participação da USA no valor e na governança corporativa das empresas alvo, por meio do resultado de votação das suas propostas apresentadas. Como resultados, os autores encontram que a organização negociou acordos para mudança de governança, influenciando-a e melhorando a riqueza dos acionistas. Encontraram, ainda, que as empresas alvo para o período da amostra foram aquelas com alta participação institucional, tamanho maior e com baixo desempenho do mercado. Os autores ressaltam que o monitoramento das empresas por pequenos acionistas é possível e pode ser bem sucedido.

Para Gillan e Starks (2000) a influência dos investidores institucionais e individuais apresenta diferenças nas reuniões de acionistas quanto a suas participações nas votações, tendo as propostas apresentadas pelos investidores institucionais maiores aprovações em comparação aos investidores individuais. O ativismo não coordenado, segundo os autores, apresenta-se relativamente ineficaz ao ser medido pelos resultados das votações. Assim, os grupos coordenados e investidores institucionais têm mais sucesso, uma vez que possuem uma base mais forte para negociar com a gestão das empresas.

Hadani, Goranova e Khan (2011) afirmam em seu estudo ser o ativismo de acionistas positivamente relacionado ao gerenciamento de resultados. As empresas, reconhecendo o

ativismo como uma ameaça à reputação da gestão, sentem-se motivadas a gerenciar resultados.

2.3.2 Resultados de estudos sobre ativismo de acionistas em outros países

Em outros mercados, não anglo-saxões, principalmente no continente europeu, verifica-se além de análise de resultados de votação das propostas apresentadas por acionistas, o uso de análise de notícias que tragam relatos de ativismo de acionistas e análise de assembleias gerais de acionistas para a obtenção de evidências deste ativismo.

Jong, Mertens e Roosenboom (2006) analisam assembleias gerais da Holanda, em relação ao comportamento de voto de acionistas e encontram que, embora tenha sido observado aumento no número de propostas que recebem votos contrários, a porcentagem de votos contrários às propostas apresentadas é muito pequena e raramente elas são rejeitadas. Para os autores, as reuniões gerais na Holanda não proporcionam oportunidade para os acionistas exercerem influência na administração das empresas. Os autores afirmam, ainda, que a concentração de propriedade e o desempenho financeiro da empresa possuem relação com o comportamento dos votos.

Em seu estudo, Crisóstomo e González (2006) ao verificarem o ativismo de acionistas dos fundos de pensão no Brasil, no período de oito anos, encontram resultados não conclusivos. Segundos os autores, embora tenha crescido proporcionalmente sua participação acionária ao longo do período de estudo, os fundos de pensão não apresentaram um aumento estatisticamente significativo na adoção de iniciativas de ativismo.

Ao analisar o ativismo de acionistas em assembleias gerais na Suécia por meio do impacto do poder de voto, Poulsen, Strand e Thomsen (2010) encontram relação negativa associada a sua medida para receptividade dos votos às propostas de outros acionistas e ao número de propostas que receberam votos contrários. Observam os autores, que a atividade de acionistas, ativismo, foi maior em grandes empresas e menor nas alavancadas.

Em seu trabalho, Cziraki, Renneboog e Szilagyi (2010) analisam propostas de acionistas para empresas europeias e encontram evidências de que os patrocinadores das propostas exercem a atividade de monitoramento, pois as propostas ocorrem em empresas com desempenho e alavancagem baixos. A quantidade de propostas também aumenta com a concentração de

propriedade e participação de investidores institucionais. No entanto, evidenciam os autores que ao ser posta em votação nas assembleias, as propostas recebem reações significativamente negativas do mercado.

Ao estudar o ativismo de investidores institucionais em assembleias na Suécia, Nordén e Strand (2011) encontram evidências de que o tamanho da empresa e a proporção de investidores institucionais nas empresas possuem relação com o ativismo de acionistas. É relatado pelos autores que a relação positiva do tamanho da empresa com o ativismo se apresenta como oportunidade de promover o próprio investidor institucional, em razão da maior visibilidade que as grandes empresas apresentam. Isso se torna importante oportunidade para esses investidores institucionais se promoverem, manterem antigos clientes e conquistarem novos, ou seja, para a construção da reputação organizacional.

Em sua pesquisa sobre votos em assembleias anuais de empresas europeias, Van der Elst (2011a) relata que classes diferentes de acionistas apresentam diferença nos resultados de votos em virtude da estrutura e concentração de propriedade. O desempenho financeiro assim como o monitoramento do conselho de administração exerce influência limitada nos processos de voto. Para o autor, grandes acionistas possuem mais incentivos para participar das assembleias, e aqueles não participantes dos blocos de controle possuem maior ansiedade em participar do processo de votação. A participação de acionistas votantes apresenta relação positiva com a quantidade de conselheiros a serem eleitos.

Em seu estudo sobre a participação nos processos de votação nas assembleias de empresas na Bélgica para o período de 2011, Van der Elst (2011b) identifica o baixo comparecimento de investidores às votações, o limitado ativismo de acionistas e a estabilidade dos resultados dos votos. O autor critica as assembleias gerais como instrumento para o ativismo de acionistas em virtude de alguns itens postos em votação não serem importantes e pela não permissão aos acionistas votarem em todas as questões das assembleias. Dentre outros achados, destaca o autor a maior participação de grandes acionistas e a limitada participação de pequenos acionistas, além da baixa rejeição de resoluções e das aprovações por unanimidade de resoluções em empresas de pequeno porte.

Schäfer e Hertrich (2011) pesquisam empresas alemãs e afirmam ser o ativismo de acionistas na Alemanha um instrumento relativamente ineficaz quando comparado a resultados encontrados em mercados financeiros anglo-saxões. Isso ocorre, segundo os autores, pois são

ineficazes no mercado de capitais alemão os instrumentos utilizados para o ativismo formal nos EUA e Reino Unido. Os autores encontram que o processo de voto em assembleias serve para a aprovação da gestão corrente e do Conselho Fiscal, ao contrário de ativismo de acionistas. A apresentação de propostas prévias às reuniões é utilizada por pequena parcela dos investidores. Notícias veiculadas na imprensa e que relatam a existência de alguns casos de ativismo direto e público, que levaram a mudanças e remoção de membros de conselhos, são utilizadas pelos autores como um dos mecanismos de pesquisa.

Ao estudar assembleias gerais de acionistas, em empresas listadas na França e Japão, Dubois (2012) afirma, dentre outros, que as assembleias duram menos tempo do que poderiam e relata a existência de apatia dos acionistas e o indiscutível apoio à gerência. O que leva a entender serem as assembleias figurativas, nestes ambientes. O autor identifica mudanças nesse cenário a partir do aumento da participação dos investidores institucionais estrangeiros no capital das empresas francesas e japonesas.

2.4 Direitos de acionistas no mercado brasileiro

No Brasil, os acionistas encontram arcabouço jurídico que lhes garante direitos nas empresas em que aportam seus recursos. Esses direitos estão inseridos, dentre outras, na Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 e suas posteriores alterações. A referida lei define as empresas de capital aberto, suas regras, conselhos, direitos e deveres tanto de empresas quanto de acionistas. Além dos dispostos na Lei 6.404/76 a Comissão de Valores Mobiliários edita resoluções de forma a promover e regular o funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Em relação ao conselho de administração, a Lei 6.404/76 em seu §140 define que este terá por composição mínima três membros, eleitos e destituíveis em assembleia geral e devendo os estatutos das empresas estabelecer o número mínimo e máximo de conselheiros permitidos seu processo de escolha e substituição de seu presidente e de seus conselheiros. Pela lei o conselho de administração terá o prazo de três anos para cada gestão, sendo permitida a reeleição de seus membros.

Os direitos dos acionistas minoritários e preferencialistas em relação à eleição de membros do conselho de administração tem por base o §4º do artigo 141, da Lei 6.404/76, que trata da votação em separado na assembleia geral sem a presença do acionista controlador. A

participação no voto dar-se-á pela maioria dos titulares, respectivamente, que representem ao menos 15% do total de ações com direito a voto e pelos acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou voto restrito que representem ao menos 10% do capital social da empresa, respeitado o exercido nos estatutos. No entanto, caso esses percentuais não sejam atingidos, o §5º do artigo 141 da mesma Lei permite que os acionistas agreguem ações para a eleição, em conjunto, de um membro e seu suplente para o Conselho de Administração.

Para as empresas de economia mista, a Lei 6.404/76 em seu artigo 239 prevê a obrigatoriedade do Conselho de Administração e assegura aos minoritários o direito de eleger um membro, podendo pelo processo do voto múltiplo eleger número maior.

O processo de voto múltiplo permite aos acionistas ganharem representatividade no conselho de administração ao aumentar suas possibilidades de eleger membros. Tal processo é previsto no artigo 141 da Lei 6.404/76, que faculta aos acionistas minoritários requerer sua adoção, em que se atribui a cada ação tantos votos quanto seja a quantidade de membros do conselho. É permitido ao acionista o direito de cumular votos em um único candidato ou a sua distribuição por vários. O direito a adoção de voto múltiplo pode ser exercido por acionistas que possuam, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto, previsto ou não no estatuto da empresa. No entanto, a Instrução CVM nº 165 de 11 de dezembro de 1991 implanta tabela regressiva de 10% a 5% do capital social das empresas como percentual mínimo.

O direito ao voto múltiplo deve ser exercido até 48 horas anteriores à assembleia geral, pelos acionistas, e cabe à mesa diretora da assembleia informar previamente aos acionistas a quantidade de votos necessários para a eleição de cada membro do conselho. Nos casos em que as eleições forem realizadas por esse processo, a destituição de qualquer dos membros do conselho implicará a destituição dos demais e proceder-se-á nova eleição.

Ao relatar o processo de voto múltiplo como mecanismo que permite aos acionistas maior probabilidade de representação nos conselhos, Dutra e Saito (2002, p. 21) afirmam que:

De fato, por meio de uma estratégia de concentração dos votos em um ou mais candidatos, os minoritários podem se ver representados no conselho, o que, sem a ajuda do mecanismo, poderia ser difícil em face da alta concentração de ações nas mãos do grupo controlador. Os resultados da eleição dependeriam fundamentalmente do número de ações possuídas, do número de cargos a serem preenchidos e da forma de distribuição dos votos entre os candidatos.

Os Conselhos Fiscais das empresas são previstos na Lei 6.404/76 artigo 161, que estabelece seu funcionamento de modo permanente ou nos períodos em que forem solicitados pelos

acionistas. Em seu §1º do artigo 161 a lei dispõe sobre a composição desses conselhos determinando um mínimo de três e um máximo de cinco membros, com suplentes em igual quantidade. Os membros dos conselhos podem ser acionistas ou não, sendo eleitos em assembleia geral.

No caso de Conselho Fiscal não permanente, sua instalação se dará a pedido de acionistas, desde que representem no mínimo um décimo das ações com direito a voto ou 5% das ações sem direito a voto, não sendo necessário que o pedido conste como matéria no anúncio de convocação da assembleia. O funcionamento desses conselhos será limitado a 1 (um) período após sua instalação, sendo permitida a reeleição de seus membros. Entretanto, a Instrução CVM nº 324, de 19 de janeiro de 2000, implanta tabela regressiva com porcentagens mínimas de participação acionária no capital social, exigidas para instalação do Conselho Fiscal.

Para as empresas de economia mista, de acordo com a Lei 6.404/76, em seu artigo 240 o conselho fiscal possui funcionamento permanente, e um de seus membros será eleito por acionistas minoritários possuidores de ações com direito a voto. Além disso, se houver acionistas com ações sem direito a voto, um membro será eleito por eles.

Nos casos de fechamento de capital em que os acionistas não concordem com o valor ofertado pelo acionista controlador, a Lei 6.404/76, artigo 4º, prevê que os acionistas titulares de um mínimo de 10% das ações em circulação no mercado podem requerer novo laudo de avaliação em assembleia especialmente convocada para tratar desta matéria.

Em seu estudo, Dutra e Saito (2002) ao analisarem a composição dos conselhos de administração em empresas em que era possível a adoção do voto múltiplo esperavam encontrar maior participação de conselheiros independentes, entretanto, observaram menor participação desses membros na composição dos conselhos.

3 METODOLOGIA

Este tópico detalha a metodologia a ser utilizada na pesquisa, bem como os procedimentos para coleta de dados e classificação da amostra, definição de variáveis e técnicas multivariadas de regressão logística e regressão linear múltipla, utilizadas para o tratamento e análise dos dados.

3.1 Seleção da amostra e coleta de dados

A amostra deste estudo se constitui das empresas de capital aberto, com ações negociadas na BM&FBovespa, e que se encontravam ativas nos anos de 2010 e 2012. A natureza das informações utilizadas nesta pesquisa é de fonte secundária, pois a coleta de dados ocorreu em atas e formulários de referência disponíveis no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, em notícias publicadas em veículo de imprensa on-line e por informações recebidas após solicitação junto à CVM para as empresas que compõem a amostra da pesquisa. As empresas que compõem a amostra inicial foram obtidas por meio do banco de dados Economática® e considerou-se inicialmente 364 empresas, para cada um dos anos da pesquisa.

No entanto, foram necessárias inclusões e exclusões de empresas para a composição da amostra final. As inclusões ocorreram para empresas consideradas canceladas pela base de dados Economática®, no momento da coleta das informações, porém ativas em 2010 e 2012, período do estudo. Procedeu-se a inclusão das empresas tendo por base informações de datas de cancelamentos de registros obtidos no endereço eletrônico da CVM. As exclusões ocorreram para empresas que apresentaram ausência de informações necessárias à pesquisa. Os procedimentos para a exclusão e inclusão de empresas, assim como os quantitativos anuais de exclusões e de amostra final, estão discriminados na Tabela 1 a seguir:

Tabela 1 – Composição da amostra

	2010	2012
Total de empresas inicialmente consideradas para amostra	364	364
(+) Empresas incluídas por constarem como canceladas no momento da coleta de dados, porém ativas nos períodos de análise, conforme informações disponíveis no endereço eletrônico da CVM.	41	19
Subtotal de empresas da amostra	405	383
(-) Excluídas por não possuírem atas de assembleias ordinárias disponíveis no	8	14

	endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).		
(-)	Excluídas por não possuírem formulários de referências disponíveis no endereço eletrônico da CVM.	0	2
(-)	Excluídas pela ausência de informações contábil-financeiras junto a base de dados Economática®.	23	2
(-)	Excluída pela ausência de informações sobre o conselho de administração no formulário de referência disponível no endereço eletrônico da CVM.	0	1
(-)	Excluídas pela existência de um único acionista que possui 100% das ações totais da empresa, segundo informações da base de dados Economática®.	11	10
(-)	Excluídas pela ausência de informações sobre percentual de propriedade junto a base de dados Economática®.	39	0
(-)	Excluída pela ausência de informações sobre a quantidade de acionistas no formulário de referência disponível no endereço eletrônico da CVM.	2	6
Amostra final da pesquisa		322	348

Constituem pela análise da Tabela 1, portanto, como amostra final deste estudo o total de 322 empresas no ano de 2010 e 348 no ano de 2012. As informações contábil-financeiras, necessárias à pesquisa, foram obtidas através do banco de dados Economática® e correspondem àquelas encerradas em 31 de dezembro do ano anterior à realização das assembleias, notícias e aberturas de processos junto à CVM para cada período.

São, ainda, necessárias à pesquisa informações referentes à participação acionária, obtidas também através do banco de dados Economática® e informações relativas às composições dos conselhos e quantitativos de acionistas, obtidas por meio do formulário de referência disponível no endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Ambas as informações correspondem, para cada período, àquelas referentes aos períodos de realização das assembleias, notícias e aberturas de processos junto à CVM.

As informações relativas aos eventos considerados neste estudo como ativismo de acionistas foram obtidas através das atas de assembleias ordinárias disponíveis no endereço eletrônico da CVM, das notícias veiculadas no jornal on-line Valor Econômico e dos processos abertos junto à CVM referentes ao assunto “Reclamação de Investidor/Público em Geral”.

O período de estudo se justifica com base nas Instruções:

- CVM nº 457 de 13 de julho de 2007 – que trata da elaboração e divulgações das demonstrações financeiras no novo padrão contábil, que consiste na adoção de práticas contábeis convergentes às internacionais, emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB);

- CVM nº 480 de 7 de dezembro de 2009 – que trata, dentre outras questões, da criação do Formulário de Referência em substituição ao Formulário de Informações Anuais (IAN);
- CVM nº 481, de 17 de dezembro de 2009 – que regula sobre as informações e pedidos públicos de procuração para exercício em assembleias de acionistas quanto ao direito de voto e à necessidade de divulgação de informações, pelas empresas, antes que sejam realizadas as assembleias gerais.

Como ambas as instruções possuem prazo obrigatório para adoção a partir do exercício 2010, justifica-se o período de estudo pelo início de normas que permitem aos acionistas maior publicidade de informações fornecidas pelas empresas, além da padronização das informações contábeis às utilizadas em outros países. Assim, aos acionistas é disponível, a partir dessas instruções, maior poder de acompanhamento, monitoramento e supervisão das atividades exercidas nas empresas, e que podem gerar mais eventos objetos deste estudo.

Constituem-se, portanto, os períodos da pesquisa como o primeiro ano de adoção destas instruções, 2010, e ao último ano com informações contábil-financeiras disponíveis na base de dados Economática®, 2012, no momento da coleta dos dados em fevereiro de 2013.

A ocorrência de informações que se caracterizam como *outliers*, neste estudo, não sofreram nenhum tratamento por considerar a importância que essas variações nas características representam para a ocorrência do evento objeto desta pesquisa. Segundo Fávero *et al.* (2009, p. 56) “é importante ressaltar que o tratamento de outliers é desejado quando o pesquisador tem por interesse investigar o comportamento da variável em questão sem a influência de observações com valores discrepantes [...]”.

3.2 Procedimentos para coleta de dados sobre ativismo de acionistas

As informações consideradas nesta pesquisa como ativismo de acionistas foram coletadas por meio de análise de documentos públicos, atas e notícias, e por relatório enviado após solicitação realizada junto ao Serviço de Atendimento ao Cidadão da CVM, como representado na Figura 1.

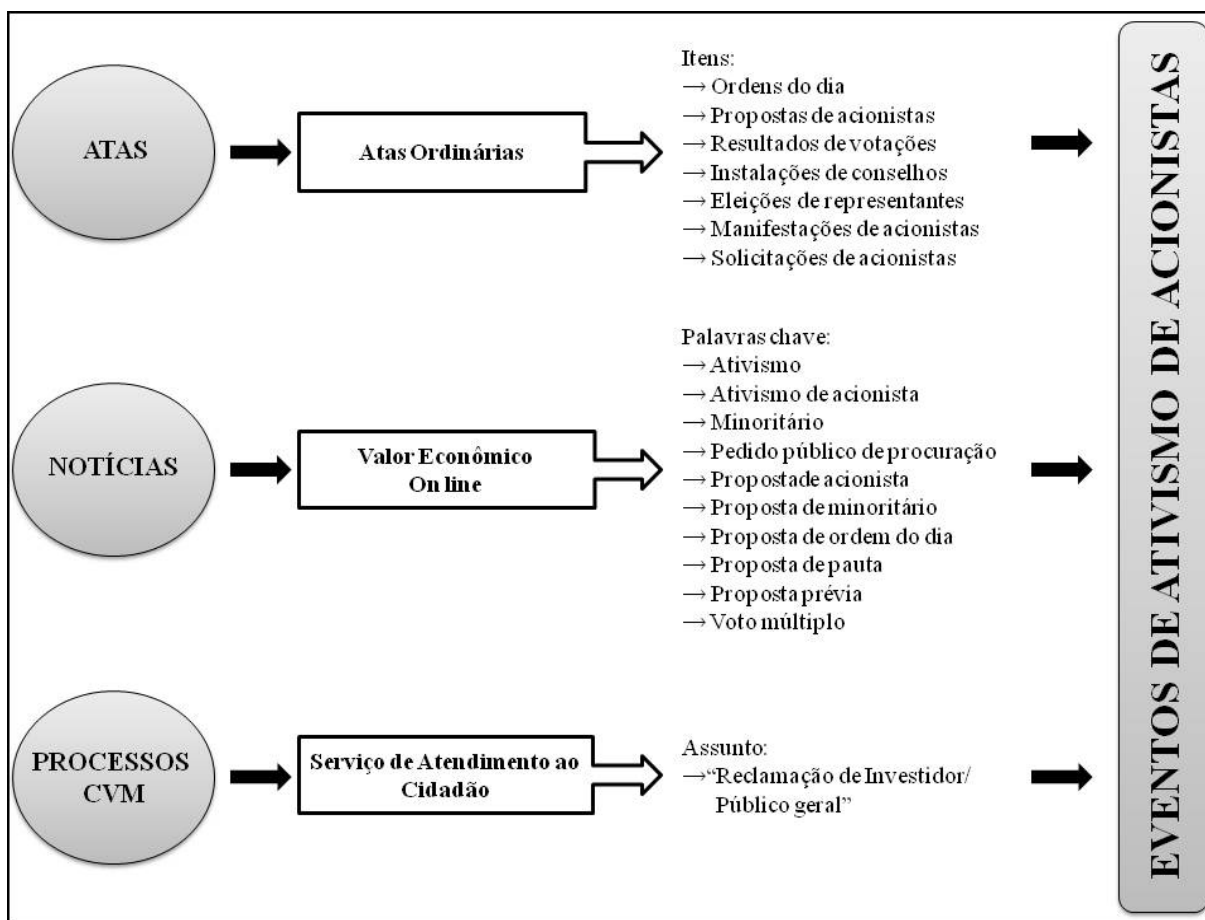


Figura 1 – Critérios de identificação dos eventos de ativismo de acionistas

Para o levantamento e análise das informações relativas aos eventos de ativismo de acionistas ocorridos no período da amostra, os procedimentos a seguir foram realizados.

3.2.1 Atas de Assembleias Ordinárias

As atas de assembleia ordinárias foram obtidas junto ao endereço eletrônico da CVM no mês de fevereiro de 2013 e correspondem às atas da primeira assembleia ordinária realizada nos períodos de 2010 e 2012 de cada empresa da amostra, respeitada a disponibilidade das mesmas em virtude do período de abertura e ou fechamento de capital das empresas.

As assembleias objeto deste estudo têm sua obrigação de realização amparada na lei 6.404/76 em seu artigo 132, e têm como principais assuntos a destinação de resultados, a tomada de contas dos administradores, a votação do relatório da administração e das demonstrações financeiras e a eleição dos membros para conselhos. Também se observou nessas assembleias a ocorrência de fixação de remunerações de diretores e conselheiros. Foram definidas as

reuniões em razão da relevância dos assuntos que são obrigatoriamente tratados. Igualmente, como a legislação define os principais temas nessas reuniões, há maior uniformização do conjunto de assuntos passíveis de ativismo.

Para os períodos da amostra foram analisadas, no total, 670 atas, que totalizaram 6.254 páginas, 2.694 ordens do dia previamente definidas e 116 propostas realizadas em assembleia, o que totalizou 2.810 propostas que foram votadas em assembleia.

Para operacionalização da pesquisa quanto à obtenção de informações relativas ao ativismo de acionistas nas atas, objeto deste estudo, foram realizados os seguintes procedimentos:

- As atas que no momento de sua obtenção estavam no formato de editor de texto foram convertidas para o formato PDF.
- Nos casos em que ocorreram assembleias ordinárias e extraordinárias no mesmo dia, e, estas constaram do mesmo arquivo, só foram consideradas para esta pesquisa a análise das atas referentes às assembleias ordinárias, descartando as informações relativas às assembleias extraordinárias. Adotou-se este procedimento como forma de manter a amostra homogênea, uma vez que nem todas as empresas realizam reuniões extraordinárias no ano, e, quando o fazem, nem sempre ocorrem no mesmo dia das ordinárias.
- As atas em que ocorreram simultaneamente assembleias ordinárias e extraordinárias, que constaram do mesmo arquivo cujos assuntos não foram possíveis a identificação por tipo de assembleia, foram consideradas como de assembleia ordinária. Isto ocorreu em virtude da não segregação pela empresa, e por não permitirem a separação manual em virtude dos assuntos serem tratados como ordinários em outras atas.
- Para as empresas em que não constaram em ata as ordens do dia a serem votadas nas assembleias, necessitou-se da leitura dos editais de convocação para a assembleia ordinária, publicados no endereço eletrônico da CVM, a fim de se verificar a ocorrência de eventos de ativismo de acionistas por propostas prévias. Foram, nesses casos, ainda, investigado se a instalação do conselho fiscal constava como ordem do dia e se na ata da assembleia houve votação para eleição de conselheiro por solicitação de minoritários, o que se considerou proposta prévia de acionistas. Como acionistas

minoritários considera-se, neste estudo, os acionistas não controladores da empresa, detentores de ações ordinárias, com direito a voto em assembleias, e ou preferenciais, nos casos em que a lei lhes faculta direito a voto nas assembleias, voto em separado.

- Nas propostas realizadas por acionistas minoritários, foram verificadas se as mesmas constavam da ordem do dia. Em caso positivo, foi verificado também no edital de convocação se realmente constava como ordem do dia a ser votada. Em caso afirmativo a proposta foi considerada como solicitada previamente por acionistas minoritários.
- Os conselhos fiscais que foram instalados e que constam como ordem do dia previamente identificada em edital e em ata e informados que assim o foram por solicitação de pedido de acionista minoritário, foram considerados como solicitados previamente por estes.
- Somente são considerados acionistas minoritários, solicitando instalação de conselho e ou apresentando alguma proposta, aqueles identificados em ata como tais. Assim, deve-se constar em ata os termos “minoritários” e ou “preferencialistas” ou a informação do nome do solicitante se o mesmo não constar no banco de dados Economática® como controlador.
- São considerados membros de conselhos eleitos os ocupantes de cadeira efetiva nos conselhos.

3.2.2 Notícias sobre ativismo de acionistas

Foram analisadas, neste estudo, notícias que relataram algum evento de ativismo de acionistas para as empresas definidas como pertencentes à amostra desta pesquisa, no período de 01/01/2010 a 31/12/2010 e 01/01/2012 a 31/12/2012. As notícias analisadas foram coletadas no endereço eletrônico do jornal Valor Econômico no mês de janeiro de 2013 e totalizaram 1.385 notícias para este período.

Essas notícias foram coletadas por meio da utilização de 10 palavras-chave. Para cada uma delas foram gerados arquivos PDF. As palavras-chave utilizadas nesta pesquisa e seus totais para os períodos foram: ativismo (145 notícias), ativismo de acionista (2 notícias), minoritário

(1.190 notícias), pedido público de procuração (20 notícias), proposta de acionista (3 notícias), proposta de minoritário (0 notícias), proposta de ordem do dia (0 notícias), proposta de pauta (2 notícias), proposta prévia (6 notícias) e voto múltiplo (17 notícias).

As notícias que relataram alguma forma de ativismo de acionista, após classificadas, foram analisadas para a identificação e quantificação dos casos de relatos de ativismo das empresas alvo e da recorrência dos relatos. Os casos de recorrência de notícias, em que a mesma notícia de ativismo foi publicada em mais de uma matéria no mesmo dia ou em dias diferentes, foram quantificados separadamente.

Para operacionalizar a pesquisa quanto à obtenção de informações relativas ao ativismo de acionistas nas notícias, foram realizados os seguintes procedimentos:

- Utilizou-se a opção de busca em todos os veículos do endereço, a saber: Notícias Impresso, Notícias Online, Valor Data, Valor RI, Blog Valor Invest e Cursos Valor.
- Só foram consideradas as notícias que continham a palavra-chave no corpo do texto ou do título.
- Foram consideradas como notícias com ativismo de acionistas quando identificados os autores por seus nomes e ou pelo termo “minoritário(s)”, “preferencialista(s)” ou acionistas, para empresas com capital difuso.
- As notícias com ativismo foram inicialmente segregadas por palavras-chave e posteriormente analisadas e reclassificadas conforme o caso. As notícias com relatos de ativismo de acionistas foram analisadas e, em caso de duplicidade da mesma notícia, considerou-se apenas uma.
- Foram considerados como ativismo de acionistas os trechos constantes da notícia que relataram alguma forma de ativismo, desde que devidamente identificados. Portanto, em uma mesma notícia existe a possibilidade de análise de mais de um caso de ativismo de acionistas, inclusive para empresas alvo distintas.
- Não foram considerados relatos de ativismo de acionistas os eventos em que existe a possibilidade de realização do ativismo. Ou seja, para realização em data futura, visto a incerteza existente.

- Foram considerados como ativismo de acionistas os relatos de eventos, dentre outros, em que acionistas votaram contrariamente em assembleias, apresentaram propostas em assembleia, buscaram representação nos conselhos, protestaram de alguma forma contra a empresa alvo, procuraram a CVM e ou a justiça com algum tipo de demanda contra a empresa alvo.

3.2.3 Processos abertos por acionistas junto à CVM

As informações relativas ao ativismo de acionistas por meio de processos abertos junto à CVM foram obtidas por meio de abertura de protocolos junto ao Serviço de Atendimento ao Cidadão, nos quais foram solicitadas informações quantitativas quanto aos processos de consulta ou reclamação de investidor. Os protocolos de solicitação de informações foram prontamente atendidos por este órgão.

Após aberta solicitação, foi preparada e encaminhada pela CVM uma planilha eletrônica contendo processos abertos junto ao órgão, no período de 2006 a 2012, com assuntos relacionados a temas societários. As informações contidas nesta planilha, segundo resposta da CVM ao protocolo aberto, são as registradas nos momentos iniciais do processo e têm por base a explicação inicial do investidor, que podem ser superficiais e não representarem o conteúdo e evolução do processo com fidelidade. Assim, para este estudo, são considerados processos relativos a ativismo de acionistas aqueles com informações geradas pelos reclamantes no momento inicial de sua abertura junto à CVM.

Embora na planilha constem processos com diversos assuntos, foram considerados para esta pesquisa aqueles com o título “Reclamação de Investidor/Público em Geral”. Para operacionalizar a pesquisa quanto à obtenção de informações relativas ao ativismo de acionistas nos processos aberto junto a CVM, foram realizados os seguintes procedimentos:

- Como o período da pesquisa compreende os anos de 2010 e 2012, os dados foram filtrados de modo a atender aos objetivos da pesquisa para esses anos.
- Excluídos registros em que, embora a reclamação tenha ocorrido dentro do período, a empresa apresente seu registro cancelado junto a CVM em período anterior ao da pesquisa.

- Excluídos registros em que a reclamada, empresa alvo da reclamação, não corresponda à empresa da amostra.
- Excluídos registros de processos para empresas em que no nome da reclamada conste como: indeterminada, não identificada, massa falida, em liquidação, cia fechada, companhia fechada, diversos e os casos em que a empresa seja de auditoria e não uma empresa de capital aberto.
- Excluídos registros de processos em que os reclamantes, autores da reclamação, não se caracterizem como investidores, são os casos de: ABPAI – Assoc. Bras. De Prot. e amparo ao internauta, Instituto Nacional de Segurança Pública e Defesa Social – INASP, Assembleia Legislativa do Estado de Minas Gerais, Gerência de Orientação aos Investidores (quando não especificado o(s) nome(s) do(s) reclamante(s) inicial(is)), anônimo.
- Excluídos, ainda, os registros de processos de reclamadas que não existam na CVM e BM&FBovespa, de corretores de valores e de empresas em que não constem informações no banco de dados Economática®.

Depois de adotados os procedimentos mencionados o total de registros com reclamação junto à CVM com o título “Reclamação de Investidor/Público em Geral” foi de 284 processos para as empresas e período da amostra.

3.3 Índice de Ativismo de Acionistas

Para mensurar o ativismo de acionistas construiu-se um índice como forma de aproximar a ocorrência deste evento para as empresas constantes da amostra, no período em estudo. Realizou-se o cálculo do índice por meio de 7 questões binárias, objetivas, originárias da análise dos dados secundários, utilizados nesta pesquisa.

A pontuação do índice para cada empresa da amostra variou de 0 a 7 e ocorreu pela quantificação das questões, sendo um ponto para a ocorrência positiva da questão e zero em caso contrário. O conjunto das questões verificou a ocorrência do ativismo nas atas das assembleias ordinárias para as questões de 1 a 5, a questão 6 tem relação com a ocorrência ou não de reclamação protocolada contra a empresa na Comissão de Valores Mobiliários e a

questão 7 identifica o relato de notícias de ativismo de acionistas em veículo de comunicação quanto a empresa constante da amostra. As questões do índice apresentam-se no Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 – Índice de Ativismo de Acionistas

	Questões do Índice de Ativismo de Acionistas
1	Acionistas pleiteiam representação no conselho de Administração e ou Fiscal?
2	Acionistas reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
3	Acionistas votam contrariamente, mas não reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?
4	Acionistas apresentam proposta(s) previamente para votação em assembleia?
5	Acionistas apresentam proposta(s), durante assembleia, para que sejam votadas?
6	Acionistas protocolam reclamação contra a empresa junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)?
7	Existe(m) notícia(s) sobre a empresa que relata(m) alguma forma de ativismo de acionista(s) e ou insatisfação de investidor(es)?

Na literatura acadêmica observa-se o uso de índices compostos por perguntas binárias como forma de mensurar por aproximação os eventos foco de estudo. Essa abordagem metodológica está presente em pesquisas sobre governança corporativa, como nos estudos de Klapper e Love (2004), Silva e Leal (2005) e Silveira (2008).

A composição das questões deste índice ocorreu pela verificação das fontes de informações utilizadas neste estudo, onde inicialmente foram analisadas atas, notícias e processos abertos junto à CVM para a totalidade de empresas participantes do segmento de Novo Mercado da BM&FBovespa para o ano de 2012. Dessa análise foram elencadas 42 questões iniciais, que por motivos de operacionalização do índice foram agrupadas em virtude da baixa ou nenhuma ocorrência das mesmas.

Assim, as 7 (sete) questões que compõem esse índice final compõem, também, uma síntese que busca evidenciar a ocorrência do fenômeno, ativismo de acionistas, e quantificá-lo de forma objetiva, tanto pelos direitos de acionistas existentes em lei e regulamentações, identificados pela ocorrência de ativismo nas atas e processos abertos junto à CVM, quanto pela publicidade das informações por meio das notícias veiculadas em meio de comunicação.

As questões que versam sobre a ocorrência de ativismo de acionistas nas atas das assembleias ordinárias possuem embasamento na Lei 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976, e suas

posteriores alterações, que faculta aos acionistas o direito a voto nas assembleias, a busca por representação nos conselhos, assim como as propostas de instalação de conselhos fiscais.

3.4 Definição de variáveis para modelos econométricos

As variáveis a serem utilizadas neste estudo são discriminadas a seguir e têm por base estudos anteriores sobre ativismo de acionistas, governança corporativa e teoria de agência. As variáveis estão divididas entre dependentes e independentes como segue:

Variáveis dependentes:

Índice de Ativismo de Acionistas (IAA) – Para utilização na aplicação do modelo de regressão linear múltipla. Consiste na pontuação alcançada por cada empresa no índice proposto neste estudo.

Ativismo em atas de assembleia ordinária (ATIVATAS) – Variável *dummy* para utilização no modelo de regressão logística. Consiste em 1 para a ocorrência de evento de ativismo de acionistas nas atas analisadas neste estudo e 0 para a ausência deste. Esses eventos compreendem aqueles realizados por acionistas não controladores ao votar contrário e ou reprovar propostas de ordem do dia, sugerir, previamente ou no momento da assembleia, propostas para votação, solicitação de instalação de conselho fiscal, eleição de membros para o Conselho Fiscal e ou de Administração, solicitação de utilização de “voto múltiplo” para eleição de membro para Conselho de Administração, sugestão de proposta diferente da apresentada na ordem do dia e voto de protesto apresentado na assembleia.

Ativismo junto à CVM (ATIVCVM) – Variável *dummy* para utilização no modelo de regressão logística. Consiste em 1 para a existência de processos relativos a reclamação de investidores junto à CVM e 0 em caso de ausência destes processos.

Ativismo em notícias (ATIVNOT) – Variável *dummy* para utilização no modelo de regressão logística. Consiste em 1 para a existência de exposição de algum tipo de ativismo de acionistas na mídia objeto deste estudo e 0 em caso de inexistência de exposição.

Ativismo em atas, CVM e notícias (ATIVTOT) – Variável *dummy* para utilização no modelo de regressão logística. Consiste em 1 para a existência de evento de ativismo de

acionista em um dos meios utilizados neste estudo para identificação de ocorrência deste fenômeno, como descrito nas variáveis anteriores e 0 em caso de inexistência.

Variáveis independentes:

Tamanho da empresa (TAM) – Neste estudo a variável tamanho da empresa é mensurada pelo logaritmo natural dos ativos totais. Estudos relatam que o tamanho da empresa possui relação positiva com o ativismo de acionistas. Para Poulsen, Strand e Thomsen (2010), as empresas maiores atraem mais atenção dos investidores, em especial os institucionais, o que torna o tamanho da empresa um fator importante para que acionistas exerçam o ativismo. Por outro lado, Nordén e Strand (2011) relatam que existe nas empresas de maior tamanho uma oportunidade de promoção do próprio investidor em razão das mesmas possuírem maior visibilidade. Em outros estudos, como de Smith (1996), Strickland, Wiles e Zenner (1996) e Jong, Mertens, Roosenboom (2006), os autores encontram que o tamanho da empresa está positivamente relacionado ao ativismo de acionistas. Espera-se, portanto, que essa variável seja positivamente relacionada ao ativismo de acionistas.

Retorno sobre Patrimônio (ROE) – Mensurada pela relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. Strickland, Wiles e Zenner (1996) encontram em seu estudo que empresas com desempenho abaixo do mercado foram alvo de ativismo. Poulsen, Strand e Thomsen (2010) afirmam que os acionistas são mais propensos a serem ativos ao perceberem uma necessidade para assim procederem, como o baixo desempenho. Igualmente, Cziraki, Renneboog e Szilagyi (2010) encontram que as empresas com baixo desempenho tendem a ser alvos de ativismo de acionistas. Evidencia-se por esses resultados a propensão de ativismo de acionistas em empresas com baixo desempenho em virtude da insatisfação dos acionistas quanto a esse resultado. Espera-se que a variável seja negativamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Endividamento (ENDIV) – Mensurada pela relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. Como pode existir uma relação de substituição de monitoramento dos acionistas por credores, supõe-se que acionistas minoritários possuem menos incentivos e, portanto, são menos ativos quando a empresa apresenta dívida alta (POULSEN; STRAND; THOMSEN, 2010). Em virtude dessa relação de substituição de acionistas minoritários por credores, espera-se relação negativa entre esta variável e o ativismo de acionistas.

Tamanho do Conselho de Administração (TCONS) – Mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. Considera-se o tamanho do conselho em virtude das assembleias analisadas tratarem, dentre outros assuntos, da eleição para membros do conselho de administração, o que pode levar à participação de acionistas nas votações em busca de representação neste órgão. Van der Elst (2011a) em sua pesquisa encontra resultados que lhe permitem afirmar que há relação positiva entre a quantidade de conselheiros a serem eleitos em assembleias gerais e a participação de acionistas votantes, e que esta quantidade influencia na presença de pequenos acionistas nas assembleias. Espera-se relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o ativismo de acionistas.

Ordens do Dia (ORDIA) – Mensurada pela quantidade de propostas apresentadas previamente pela administração a serem votadas nas assembleias como ordens do dia. Gillan e Starks (2000), ao estudar propostas apresentadas por acionistas, afirmam que a votação dessas propostas depende das questões abordadas e de seu patrocinador. Renneboog e Szilagyi (2010) e Czriaki, Renneboog e Szilagyi (2010) afirmam que embora não se entenda de imediato como as propostas apresentadas podem afetar o processo de voto, em seu estudo supõem que, em relação às propostas constantes em procuração, quanto maior o número de propostas submetidas maior será o suporte a votos pelos acionistas, em virtude de questões de governança, e também encontram que o sucesso dos votos depende de características da proposta como o assunto e seu patrocínio. Em razão da diferença entre mercados de capitais, neste estudo considera-se como propostas para votação aquelas apresentadas na ordem do dia, publicadas nos editais de convocação das empresas. Espera-se relação positiva entre esta variável e o ativismo de acionistas.

Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF) – Mensurada pelo logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. Pela teoria da agência (Jensen e Meckling, 1976; Fama e Jensen, 1983) pequenos acionistas não teriam incentivos financeiros suficientes que compensassem os custos do monitoramento e de iniciativas ativistas. Strickland, Wiles e Zenner (1996) encontram em seu estudo relação negativa entre quantidade de acionistas e o apoio às propostas de acionistas minoritários. Dubois (2012) afirma que, em relação aos benefícios originários do ativismo e o custo da participação ativa dos acionistas, faz mais sentido para os pequenos acionistas que os mesmos sejam passivos do que ativos. Assim, quanto maior o número de acionistas em uma empresa, menor a chance de que haja

acionistas relevantes com incentivos para se engajar em ativismo. Assim, espera-se que esta variável seja negativamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ) – Mensurada pelo logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. Strickland, Wiles e Zenner (1996), em seu estudo, encontram relação negativa entre o número de acionistas da empresa e o ativismo de acionistas. Segundo os autores os resultados encontrados sugerem que, em relação às votações, o apoio dos acionistas diminui à medida que há aumento no número de acionistas. Assim, espera-se que esta variável seja negativamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST) – Mensurada pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. Para Gillan e Starks (2000), investidores institucionais abandonaram os papéis tradicionais em que eram passivos, tornando-se participantes mais ativos na gestão das empresas. Apesar de não encontrarem evidências fortes da atuação dos fundos de pensão nas empresas brasileiras investidas, afirmam Crisóstomo e González (2006) que o aumento da participação desses fundos pode caracterizar uma forma de ativismo com capacidade de gerar outras iniciativas. Segundo Punsuvo, Kayo e Barros (2007) os fundos de pensão como grandes investidores têm a possibilidade de monitorar de forma ativa as empresas e assim garantir o retorno adequado a seus investimentos. Estudos relatam a existência de relação positivamente significativa entre o nível de propriedade institucional e o ativismo de acionistas (SMITH, 1996; STRICKLAND; WILES; ZENNER, 1996; GILLAN; STARKS, 2000; NORDÉN; STRAND, 2011). Além disso, Gillan e Starks (2000) constataram em seu estudo que o patrocínio institucional ou coordenado exerce influência positiva e significativa no resultado de votações. Espera-se, portanto, que tal variável seja positivamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP) – Mensurada pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. Esse percentual se caracteriza como direitos sobre o fluxo de caixa da empresa em posse do maior acionista e, segundo Silveira e Barros (2008), diminui os incentivos à expropriação dos acionistas minoritários e uma melhor qualidade de governança corporativa. Portanto, a concentração de propriedade é negativamente relacionada com o ativismo de acionistas, como evidências encontradas por Judge, Gaur, Muller-Kahle

(2010) em seu estudo. Desta forma, espera-se que essa variável seja negativamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Proporção de Conselheiros Independentes (PINDEP) – Mensurada pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. Van der Elst (2011a) afirma existir uma modesta relação negativa entre a presença de acionista nas votações em assembleias e a independência do conselho de administração, em um de seus modelos utilizados. Strickland, Wiles e Zenner (1996) encontram uma relação negativa, porém não significativa, entre a proporção de conselheiros independentes e o apoio às propostas apresentadas previamente por acionistas. Assim, espera-se que essa variável seja negativamente relacionada com o ativismo de acionistas.

Variáveis de controle:

Setores de Atuação (D_SETOR) – Variável *dummy* que atribui o valor 1 (um) para as empresas que pertencem a um dos setores classificados como na base de dados Economática® e 0 (zero) para empresas pertencentes aos outros setores. Essa variável busca evidenciar a influência que o setor de atuação das empresas pode exercer sobre a ocorrência de eventos de ativismo de acionistas. As empresas são divididas em 21 setores pela base de dados Economática®, a saber: Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Finanças e Seguros, Fundos, Máquinas Industriais, Mineração, Minerais não Metálicos, Outros. Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderurgia & Metalurgia, Software e Dados, Telecomunicações, Têxtil, Transporte e Serviços, Veículos e Peças.

Período da Amostra (D_ANO) - Variável *dummy* que atribui o valor 1 (um) para as observações do ano de 2012 e 0 (zero) para as observações do ano de 2010.

3.5 Testes estatísticos de diferença de medianas

Para efeito de comparação do período de 2010 para 2012 realizaram-se testes estatísticos de comparação de medianas a fim de se verificar a significância estatística entre a ocorrência de eventos de ativismo de acionistas nestes anos.

Após aplicação de testes de normalidade foram realizados testes não-paramétricos da soma de classificações de Wilcoxon para diferença entre duas medianas e χ^2 (Qui-quadrado) para diferença entre duas proporções àqueles dados de origem categórica.

Levine *et al.* (2008, p. 425) afirmam que:

[...] O teste da soma de classificações de Wilcoxon é quase tão eficaz quanto os testes *t* para variância agrupada e para variâncias separadas, sob condições apropriadas para esses testes, e é provavelmente ainda mais eficaz quando as premissas restritivas do teste *t* não conseguem ser atendidas. [...]

O teste χ^2 (Qui-quadrado) para diferença entre duas proporções compara respostas categóricas por meio de tabela de contingência de referências cruzadas e se caracteriza como uma distribuição assimétrica à direita que depende exclusivamente dos graus de liberdade (Levine *et al.* (2008).

3.6 Modelos de análise multivariada de dados

Fávero *et al.* (2009) afirmam que a utilização da análise multivariada ocorre para o estudo de modelos onde todas as variáveis sejam aleatórias e estejam inter-relacionadas de forma a que a interpretação de seus diferentes efeitos não possam ocorrer de forma separada. Neste estudo são utilizadas as técnicas de dependência de regressão logística e regressão linear múltipla como meio de responder à questão norteadora. As técnicas de dependência se referem à determinação de modelos nos quais as variáveis, uma ou mais, são dependentes do comportamento de outras variáveis (FÁVERO; *et al.*, 2009).

3.6.1 Modelo de regressão logística

A regressão logística é uma ferramenta estatística que permite, com a utilização de uma variável dicotômica, classificar fenômenos e indivíduos em categorias específicas e estimar a probabilidade de ocorrência de um evento (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2009).

A regressão logística possui por vantagem a flexibilidade de seus pressupostos, pois não pressupõe a existência de homogeneidade de variância e normalidade de resíduos, o que amplia sua aplicabilidade. “[...] a regressão logística destina-se a aferir a probabilidade de

ocorrência de um evento e a identificar características dos elementos pertencentes a cada grupo determinado pela variável categórica” (FÁVERO; *et al.*, 2009, p. 440-441).

O modelo logístico segue a equação:

$$f(Z) = \frac{1}{1 + e^{-(Z)}} \quad (1)$$

Sendo Z:

$$Z = \ln(p / 1-p) = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots \beta_n X_n \quad (2)$$

Em que:

- p é a probabilidade de ocorrência do evento de interesse;
- X é o vetor das variáveis explicativas, ou independentes;
- α e β são os parâmetros do modelo;
- $\ln(p/1-p)$ é o termo *logit*;
- $(p/1-p)$ representa a chance (*odd*) de ocorrer o evento de interesse.

Pode-se entender a função $f(Z)$ como a probabilidade da variável dependente ser igual a 1 em virtude do comportamento das variáveis explicativas (X_1, X_2, \dots, X_k). Para estimar os parâmetros, visto que α e β são desconhecidos, utiliza-se o método da máxima verossimilhança (FÁVERO, *et al.*, 2009).

Busca-se, neste estudo, por meio da regressão logística a ser aplicada a quatro modelos diferentes, identificar as variáveis que permitem classificar as empresas como pertencentes ou não ao grupo de ocorrência do evento de ativismo de acionistas.

As variáveis utilizadas neste modelo, tanto dependentes quanto independentes, estão descritas na seção 3.5 deste estudo. O ponto de corte foi definido em 0,5 em função do risco assumido de incorrer em erros dos Tipos I e II. Assim, Z é estabelecido como:

$$\begin{aligned} Z = \ln \frac{p}{1-p} = & \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} \\ & + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_6 QACPF_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t} + \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} \\ & + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t} \quad (3) \end{aligned}$$

Em que:

$TAM_{i,t-1}$ = tamanho da empresa i , no período $t-1$;

$ROE_{i,t-1}$ = relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa i , no período $t-1$;

$ENDIV_{i,t-1}$ = relação entre o passivo total e o ativo total da empresa i , no período $t-1$;

$TCONSi,t$ = logaritmo natural do número de conselheiros que compõem o Conselho de Administração da empresa i , no período t ;

$ORDIA_{i,t}$ = quantidade de propostas apresentadas previamente pela administração a serem votadas em assembleia da empresa i , no período t ;

$QACPF_{i,t}$ = logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa i , no período t ;

$QACPJ_{i,t}$ = logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa i , no período t ;

$PINST_{i,t}$ = percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa i , no período t ;

$PROP_{i,t}$ = percentual total de ações em posse do maior acionista da empresa i , no período t ;

$PINDEP_{i,t}$ = proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e seu total de conselheiros da empresa i , no período t ;

$D_ANO_{a,t}$ = *dummy* igual a 1 (um) para as observações do ano de 2012 e 0 (zero) para as observações do ano de 2010;

$D_SETOR_{j,t}$ = *dummy* igual a 1 (um) para as empresas que pertencem a um dos setores classificados como na base de dados Economática® e 0 (zero) para empresas pertencentes aos outros setores.

3.6.2 Modelo de regressão linear múltipla

Para Corrar, Paulo e Dias Filho (2009) a regressão linear múltipla permite, em função de valores conhecidos de duas ou mais variáveis independentes, explicar ou prever valores de uma variável dependente, métrica.

O intuito da análise de regressão é, portanto, estudar de que forma a variável Y é afetada pela variável X . Porém, na regressão linear múltipla deve-se utilizar o conceito de mantidas as demais condições constantes, *ceteris paribus*, para sua análise. Ou seja, a interpretação de cada variável deve ser feita de forma isolada, considerando todos os outros fatores constantes (FÁVERO; *et al.*, 2009). Deve-se ainda, segundo os autores, observar os problemas de autocorrelação dos resíduos, heterocedasticidade e multicolinearidade. Descrevem os autores o seguinte modelo geral da regressão linear múltipla:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \mu \quad (4)$$

Em que:

- Y é a variável dependente, métrica. O fenômeno estudado;

- α representa a constante, intercepto;
- β_k ($k = 1, 2, \dots, n$) são os coeficientes das variáveis, coeficientes angulares;
- X_k são as variáveis explicativas, métricas ou *dummies*;
- μ é o resíduo, ou seja, são possíveis variáveis não inseridas no modelo e que poderiam explicar as variações na variável Y .

Por meio da regressão linear múltipla busca-se identificar as variáveis que mantém relação com a ocorrência dos eventos de ativismo. O método MQO, segundo, Fávero *et al.* (2009) permite que a soma dos valores dos resíduos seja 0 e que seja mínima a soma dos quadrados de seus valores.

Para a regressão linear, aplicada neste estudo, são utilizadas as empresas que apresentaram a ocorrência de evento de ativismo ao menos a uma das questões do Índice de Ativismo de Acionistas (IAA). Como variável dependente é utilizada a pontuação do Índice de Ativismo de Acionista (IAA) como *proxy* para o ativismo de acionistas. Utiliza-se a abordagem POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*) para análise dos dados, que para Fávero *et al.* (2009, p. 382) “[...] representa uma regressão em sua forma mais convencional, ou seja, apresenta o intercepto α e os parâmetros β_i das variáveis X_i , para todas as observações ao longo de todo o período em análise [...]”. Neste estudo, utiliza-se o seguinte modelo:

$$\begin{aligned}
 IAA_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} \\
 & + \beta_6 QACPF_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t} + \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} \\
 & + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t} + \xi_{i,t} \quad (5)
 \end{aligned}$$

Em que:

$TAM_{i,t-1}$ = tamanho da empresa i , no período $t-1$;

$ROE_{i,t-1}$ = relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido da empresa i , no período $t-1$;

$ENDIV_{i,t-1}$ = relação entre o passivo total e o ativo total da empresa i , no período $t-1$;

$TCONS_{i,t}$ = logaritmo natural do número de conselheiros que compõem o Conselho de Administração da empresa i , no período t ;

$ORDIA_{i,t}$ = quantidade de propostas apresentadas previamente pela administração a serem votadas em assembleia da empresa i , no período t ;

$QACPF_{i,t}$ = logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa i , no período t ;

$QACPJ_{i,t}$ = logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa i , no período t ;

$PINST_{i,t}$ = percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa i , no período t ;

$PROP_{i,t}$ = percentual total de ações em posse do maior acionista da empresa i , no período t ;

$PINDEP_{i,t}$ = proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e seu total de conselheiros da empresa i , no período t ;

$D_ANO_{a,t}$ = *dummy* igual a 1 (um) para as observações do ano de 2012 e 0 (zero) para as observações do ano de 2010;

$D_SETOR_{j,t}$ = *dummy* igual a 1 (um) para as empresas que pertencem a um dos setores classificados como na base de dados Economática® e 0 (zero) para empresas pertencentes aos outros setores.

3.7 Limitações da pesquisa

Como limitação ao estudo observa-se, além do curto período de tempo utilizado para análise, a utilização de veículo de informação único e disponível em meio eletrônico através da internet para se obter as notícias objeto de estudo, e a não utilização de atas de assembleias extraordinárias que podem trazer informações extras sobre a atuação de acionistas ativistas nas empresas.

Das assembleias ordinárias utilizadas neste estudo, considera-se ainda, que a qualidade das informações obtidas por sua análise pode se constituir como limitação de pesquisa, uma vez que em muitas atas pode não ser possível identificar informações quanto às ordens do dia a serem votadas nas assembleias, aos resultados de votações, a identificação de quantidade e proporção de votos, assim como o percentual de acionistas participantes nas assembleias. Esse fato se faz presente neste estudo, pois a lei 6.404/76, em seu artigo 130, §1º e §2º, permite que as atas sejam lavradas em forma de sumário, o que pela interpretação permite que informações sejam suprimidas e que estejam ausentes no material levantado por esta pesquisa.

4 RESULTADOS

Apresentam-se neste capítulo os resultados, análises e discussões das informações encontradas acerca das evidências de ativismo de acionistas presentes nesta pesquisa. Estrutura-se este capítulo como segue: a primeira seção apresenta informações e resultados sobre o ativismo de acionistas encontradas na leitura das atas e notícias, e, pela análise dos dados enviados pela CVM; a segunda seção apresenta os resultados encontrados no índice de ativismo de acionistas (IAA) criado neste estudo para mensurar os eventos de ativismo de acionistas ocorridos nas empresas da amostra; e, por fim, na última seção verificam-se resultados e análises de regressões logísticas e lineares realizadas com base nos eventos de ativismo de acionistas objetos deste estudo.

4.1 Ativismo de acionistas em atas, notícias e processos na CVM

Os eventos de ativismo de acionistas para este estudo foram evidenciados, conforme metodologia, através da análise das atas de assembleias ordinárias, nas notícias publicadas em veículo de informação e em processos de reclamação abertos junto à CVM.

4.1.1 Ativismo de acionistas em Atas

A Tabela 2 apresenta síntese dos dados obtidos pela leitura das atas de assembleia ordinária para os períodos da amostra que correspondem a 322 atas para o ano de 2010 e 348 atas para o ano de 2012. Os dados utilizados na composição dos itens descritos na Tabela 2 foram inicialmente testados para verificação de normalidade, por meio do teste de *Skewness/Kurtosis tests for Normality*, o que resultou na rejeição da hipótese nula de distribuição normal dos dados ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$).

Em razão de tal resultado, optou-se pela aplicação de testes não-paramétricos da soma de classificações de Wilcoxon para diferença entre duas medianas e χ^2 (Qui-quadrado) para diferença entre duas proporções àqueles dados de origem categórica, para a verificação de significância estatística entre as diferenças dos itens no período da amostra (2010 e 2012). Assim, a coluna Sig. da Tabela 2 corresponde à significância estatística das diferenças de cada item nos períodos de 2010 e 2012.

Tabela 2 – Atas de Assembleias Gerais Ordinárias

	2010	2012	Sig.
Propostas apresentadas previamente como ordem do dia ^(a)	1.304	1.390	0,300
Propostas sugeridas na assembleia por acionistas minoritários ^(a)	32	29	0,276
Propostas sugeridas na assembleia por acionista controlador ou não identificado ^(a)	26	29	0,663
Propostas que estavam na ordem do dia, mas não foram votadas ^(a)	13	13	1,000
Propostas aprovadas por unanimidade ^(a)	772	784	0,232
Propostas aprovadas por maioria dos acionistas ^(a)	506	536	0,700
Propostas aprovadas mas que não apresentaram resultado da votação (unanimidade ou maioria) ^(a)	71	111	0,137
Propostas não aprovadas ^(a)	0	4	0,046**
Propostas sugeridas previamente por acionistas ^(a)	6	2	0,157
Propostas sugeridas previamente por acionistas – aprovadas ^(b)	6	2	0,125
Solicitado instalação de Conselho Fiscal (CF) por minoritários ^(b)	29	24	0,312
Solicitações de instalação de CF realizadas por minoritários – aprovadas ^(b)	29	22	0,191
Eleito(s) representante(s) de acionistas minoritários como membro(s) do CF ^(a)	159	173	0,971
Eleito(s) representante(s) de acionistas minoritários como membro(s) do Conselho de Administração (CA) ^(a)	97	93	0,105
Solicitações de adoção de “voto múltiplo” para eleição de membro do CA por acionistas minoritários ^(b)	8	20	0,035**
Utilizado processo de “voto múltiplo” para eleição de membro(s) do CA ^(b)	8	30	0,000***

Nota: Resultados das análises das Atas de Assembleias Gerais Ordinárias. Sig. corresponde à significância estatística dos testes não-paramétricos para verificação de diferença entre duas medianas (Wilcoxon) ou duas proporções (χ^2). (a) Teste da soma de classificações de Wilcoxon. (b) Teste χ^2 para a diferença entre duas proporções, dados categóricos. ***, ** correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% respectivamente.

Pela análise da Tabela 2, constata-se a existência de ativismo de acionistas durante as assembleias gerais ordinárias, embora não ocorra como nos estudos realizados em países anglo-saxões e evidenciados por Smith, (1996), Strickland, Wiles e Zenner (1996) e Gillan e Starks (2000), através da votação em propostas apresentadas previamente por acionistas. No entanto, os eventos de ativismo verificados na análise das atas de assembleia ordinárias ocorrem para 234 (72,67%) das 322 empresas que compõe a amostra de 2010 e 255 (73,27%) das 348 empresas que compõe a amostra de 2012.

Em relação às propostas previamente definidas no edital de convocação, embora não estatisticamente significativas, há aumento de 6,59% na quantidade de propostas apresentadas do ano de 2010 (1.304) para o ano de 2012 (1.390). Verifica-se ativismo de acionistas ao serem sugeridas propostas durante as assembleias por acionistas minoritários com 32 sugestões para o ano de 2010 e 29 para 2012. Esses quantitativos representam redução de 9,37% das propostas do ano de 2010 (32) para o ano de 2012 (29), no entanto não apresentaram significância estatística. Em relação às propostas sugeridas durante as assembleias por acionistas controladores ou não identificados, houve aumento de 11,54% do ano de 2010 (26) para o ano de 2012 (29), não significativo estatisticamente.

Embora idênticas para o ano de 2012 com 29 propostas, há diferença quantitativa, no ano de 2010, entre as propostas sugeridas durante as assembleias por acionistas minoritários (32) e por acionistas controladores ou não identificados (26). Isso representa maior participação de acionistas minoritários sugerindo propostas durante as assembleias no ano de 2010 e igualdade de sugestões para o ano de 2012.

Do total de propostas definidas à votação, apresentadas previamente ou durante as assembleias, 13 não foram votadas em ambos os períodos. No ano de 2010, 9 dessas propostas estão relacionadas à destinação de resultado de exercício e 2 a não instalação do Conselho Fiscal. Para o ano de 2012 observa-se que 5 se relacionam à destinação de resultado de exercício e 4 a não instalação do Conselho Fiscal.

O total de propostas apresentadas para votação, que representa as ordens do dia definidas previamente e as propostas sugeridas durante a assembleia por minoritários, controladores ou não identificados, totalizaram 1.362 em 2010 e 1.448 em 2012. Dessas propostas, as aprovadas por unanimidade representaram 56,68% para o ano de 2010 e 54,14% para o ano de 2012, observa-se, ainda, aumento de 1,55% no quantitativo deste tipo de aprovação do ano de 2010 para o ano de 2012, não significativo estatisticamente.

As propostas aprovadas por maioria, por sua vez, representaram 37,15% para o ano de 2010 e 37,02% para o ano de 2012, com aumento na quantidade de propostas de 5,93% de 2010 para 2012, não significativo estatisticamente. Estes resultados de aprovação das propostas nas assembleias ordinárias corroboram os resultados encontrados por Schäfer e Hertrich (2011) ao encontrar, para dados da Alemanha, que 56% de todos os itens da pauta obtiveram aprovação por larga maioria de votos.

Observa-se que o quantitativo de propostas aprovadas sem apresentar o resultado da votação, embora não significativo estatisticamente, aumentou 56,34% do ano de 2010 (71) para o ano de 2012 (111) e representam 5,21% sobre o total de propostas de 2010 e 7,67% sobre o total de propostas de 2012.

Quanto às propostas não aprovadas, observa-se por meio da Tabela 2 que no ano de 2010 não houve reprovação de propostas, o que difere do ano de 2012 em que quatro propostas foram reprovadas, que representam 0,28% dos resultados do período. As propostas não aprovadas em 2012 foram referentes a: i) alteração de jornal para publicação da companhia; ii) destinação de resultado de exercício; iii) solicitação, por acionistas minoritários, de instalação

de conselho fiscal; iv) aumento de capital da companhia. A diferença deste resultado do ano de 2010 para o ano de 2012 é estatisticamente significativa ao nível 5%. Tal resultado para o ano de 2012 demonstra que existe insatisfação de acionistas em relação aos itens apresentados para votação em assembleia ordinária.

Os baixos percentuais de resultados por reprovação ou votos contrários são consistentes com a afirmação de Dubois (2012) de que faz muito mais sentido para os acionistas serem passivos do que ativos em virtude da relação existente entre os custos de participação ativa e os potenciais benefícios que se obtém pelo ativismo, além de que muitos acionistas se veem como investidores e não proprietários.

Apenas seis propostas foram apresentadas previamente para votação em assembleia no ano de 2010 e duas no ano de 2012. Essa diferença quantitativa do ano de 2010 (6) para o ano de 2012 (2) não é significativa estatisticamente. O volume de propostas pode ser considerado mínimo quando comparado ao apresentado em mercados anglo americanos, embora verifique-se que todas essas propostas foram aprovadas em ambos os períodos. Para o período de 2010 observa-se que essas questões estão relacionadas à instalação (5) e manutenção (1) do Conselho Fiscal, e, para o período de 2012 à instalação de Conselho Fiscal e outra ao aumento do número de membros que compõem o Conselho de Administração. No ano de 2010 cinco dessas propostas foram realizadas por investidores institucionais e 1 por acionistas preferencialistas, e, no ano de 2012 realizadas, ambas, por investidores institucionais. A maior participação de investidores institucionais na apresentação de propostas prévias e o maior apoio que estas propostas recebem dos acionistas em assembleia foi relatado por Gillan e Starks (2000).

Para Gillan e Starks (2000) o resultado das votações sobre as propostas apresentadas previamente por acionistas é uma medida de sucesso do ativismo. No entanto, a pequena quantidade observada na pesquisa apresenta similaridade aos achados de Schäfer e Hertrich (2011) no mercado alemão, quanto à utilização desses instrumento de ativismo de acionistas.

Embora exista amparo legal, é relevante observar na Tabela 2 que foram solicitadas 29 instalações de Conselho Fiscal para o ano de 2010 e 24 para 2012. Ressalta-se que no ano de 2010 a totalidade de solicitações resultou na efetiva instalação dos Conselhos Fiscais, o mesmo não ocorreu em 2012 com a não instalação de 2 dos conselhos solicitados, devido aos solicitantes não possuírem o percentual de ações suficientes para a solicitação e aprovação de

membros para o Conselho Fiscal. Observa-se ainda que foram eleitos 159 membros de acionistas minoritários para ocupar cadeiras nesses conselhos em 2010 e 173 em 2012, o que representa aumento de 8,80% de um período a outro. As diferenças quantitativas entre as solicitações e instalações desses conselhos e entre a quantidade de representantes eleitos do ano de 2010 para o ano 2012 não são estatisticamente significativas.

Evidencia-se ainda, que os acionistas minoritários buscaram representação no Conselho de Administração ao elegerem 97 membros no ano de 2010 e 93 no ano de 2012. No entanto, pode-se observar redução, não significativa estatisticamente, de 4,12% na eleição de conselheiros de um período a outro.

Houve aumento na solicitação e utilização de processos de voto múltiplo por acionistas minoritários na busca por representação nos Conselhos de Administração com aumento de 150% nas solicitações do ano de 2010 para 2012. Tal aumento é estatisticamente significativo ao nível de 5%. Quanto à utilização dos processos, evidencia-se aumento de 275%, estatisticamente significativo ao nível de 1%, do ano de 2010 (8) para 2012 (30). Constata-se, portanto, a existência de ativismo de acionistas pela aplicação da Lei 6.404/76, artigo 141, que permite aos acionistas minoritários o aumento da possibilidade de elegerem representantes para os conselhos.

4.1.2 Ativismo de acionistas em notícias

Para análise das evidências de ativismo de acionistas em notícias observou-se para o ano de 2010 que, do total de 606 notícias que relatam as palavras chaves, 62 (10,23%) foram classificadas como contendo eventos de ativismo, e, para o período de 2012, do total de 779, foram classificadas 137 (17,59%) com eventos de ativismo. Embora o aumento no total de notícias que tragam em seu texto a ocorrência das palavras chaves, utilizadas neste estudo, seja de 28,55% do ano de 2010 para o ano 2012, evidencia-se aumento de 120,97% nas notícias que relatam evidências de ativismo de acionistas, especificamente.

A Tabela 3 apresenta os eventos de ativismo de acionistas observados nas notícias, assim como suas reincidências, que se caracterizam como a repetição do evento relatado em outras notícias além da primeira analisada para cada evento. Assim, pela reincidência, é possível notar o interesse que o evento de ativismo de acionista despertou na mídia.

A fim de verificar a significância estatística da diferença entre os eventos e reincidências do ano de 2010 e 2012, optou-se pela aplicação do teste não-paramétrico da soma de classificações de Wilcoxon para diferença entre duas medianas. Esse teste foi utilizado em virtude do resultado do teste de *Skewness/Kurtosis tests for Normality* ter resultado na rejeição da hipótese nula de distribuição normal dos dados ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$).

Tabela 3 – Notícias Valor Econômico

Classificação	Evento		Reincidência	
	2010	2012	2010	2012
Acordo de acionistas	0	1	0	0
Alteração de estatuto	0	2	0	3
Aumento de capital	3	0	0	0
Capitalização	2	0	3	0
Compra de ativos	1	0	1	0
Contestação de voto de controlador	0	1	0	1
Críticas ao Conselho Fiscal	0	1	0	0
Destinação de Recursos	1	1	0	0
Diluição de Capital	1	1	0	6
Distribuição de dividendos	2	1	2	1
Divulgação de informações em Ata	0	1	0	0
Eleição de Membro de Conselho	0	3	0	0
Fusão de empresas	0	1	0	3
Governança Corporativa	0	1	0	0
Incorporação	6	2	18	2
Interrupção de assembleia	1	0	3	0
Migração para Novo Mercado	1	1	0	2
Mudança de Estatuto	0	1	0	0
Oferta de compra	1	0	0	0
OPA	0	9	0	28
Participação Acionária	0	1	0	1
Pedido de assembleia	0	1	0	2
Pedido de indenização na Justiça	0	1	0	1
Pedido de informações sobre possíveis irregularidades	0	1	0	0
Pedido de suspensão de assembleia	0	1	0	0
Pílulas de Veneno	1	0	1	0
Proposta de minoritários	1	0	1	0
Protesto por perdas em ações	0	1	0	1
Questionamento dos minoritários	3	0	1	0
Reclamação de minoritários	4	1	0	2
Reorganização societária	1	2	0	11
Representação de minoritários	0	1	0	1
Representação em comitês	0	1	0	2
Representação em Conselhos	1	7	0	19
Resolução de Controlador	0	1	0	1
Sugestão à administração da empresa	1	1	0	0
Troca de ações	1	0	0	0
Valores provisionados	0	1	0	3
Voto contrário de minoritários em assembleia	1	3	0	6
TOTAL	33	52	30	96
Teste Wilcoxon^(a)	0,274		0,241	

Nota: Classificação das notícias quanto ao seu conteúdo. Os eventos representam as notícias publicadas pela primeira vez e as reincidências representam a quantidade de republicações destas mesmas notícias (eventos iniciais). (a) Teste não-paramétrico da soma de classificações de Wilcoxon para verificação de diferença entre duas medianas. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Observa-se na Tabela 3 a existência de diferença entre o somatório da quantidade de eventos e de reincidências, 2010 (63) e 2012 (148), com a quantidade de notícias, 2010 (62) e 2012 (137). Essa diferença ocorre porque em uma mesma notícia pode-se encontrar o relato de ativismo para outra empresa ou evento, ou seja, percebeu-se a existência de notícia com o relato de mais de um evento de ativismo de acionista.

Pela análise da tabela, destacam-se como os mais divulgados os eventos relacionados à Incorporação, para o ano de 2010, com a publicação de 6 eventos (18,18%, do total) e 18 reincidências (60%, do total) e para o ano de 2012 os eventos relacionados às operações de fechamento de capital (OPA) com a publicação de 9 eventos (17,31%, do total) e 28 reincidências (29,17%) e os relacionados à Representação em Conselhos com 7 eventos (13,46%) e 19 reincidências (19,79%).

Evidencia-se que embora exista diferença quantitativa, tanto em eventos quanto em reincidências entre os anos de 2010 e 2012, ela não é estatisticamente significativa pela aplicação do teste da soma de classificações de Wilcoxon para diferença entre duas medianas.

Complementarmente, observa-se que os eventos de ativismo relatados nas notícias ocorreram sobre o total de 13 empresas no ano de 2010, que representam 4,04% da amostra total do ano, e, 26 empresas em 2012. Embora representem o dobro do número de empresas com relatos de ativismo em 2010, representam 7,47% da amostra total do ano. Esse quantitativo de empresas que apresentam eventos de ativismo em notícias para ambos os períodos está alinhado com o estudo de Schäfer e Hertrich (2011), que também relatam a baixa quantidade de ativismo direto e público encontrados nas notícias por eles analisadas no mercado alemão.

4.1.3 Ativismo de acionistas em processos abertos junto à CVM

Foram analisados neste estudo os processos abertos junto à CVM para o ano de 2010 (156) e 2012 (128). A Tabela 4 apresenta uma síntese dos dados através de classificações próprias da CVM quanto à descrição do assunto para o período da amostra.

Optou-se pela aplicação do teste não-paramétrico da soma de classificações de Wilcoxon para diferença entre duas medianas e da significância estatística entre a diferença existente na quantidade de processos abertos junto à CVM para o período da amostra. A utilização desse teste ocorre em virtude de o resultado do teste de *Skewness/Kurtosis tests for Normality*

apresentar resultado que rejeita a hipótese nula de distribuição normal dos dados ($\text{Prob}>\chi^2 = 0,000$).

Tabela 4 – Processos abertos junto à CVM

Descrição do Assunto	2010	2012
Acordo de acionistas	2	0
Assembleias Gerais	7	4
Conselho de Administração	3	2
Conselho Fiscal	0	2
Demonstrações Financeiras DFP, Informações Anuais IAN e Informações Trimestrais ITR	15	13
Dividendos e/ou Juros sobre capital próprio	12	4
Emissão de Valores Mobiliários (Ações, Debêntures e Outros)	17	9
Estatuto Social	0	2
Fato Relevante	14	14
Listagem de Acionistas	3	2
Medidas Adotadas por Controlador e/ou Administrador de Companhia	21	43
Oferta de Aquisição de Aumento de Participação	1	0
Oferta de Aquisição por Alienação de Controle	3	2
Oferta de Aquisição por Cancelamento de Registro	1	9
Oferta de Aquisição Voluntária	2	0
Posição Acionária (Grupamento, Desdobramento, Bonificação)	53	18
Reestruturação Societária (Incorporação, Fusão, Cisão)	2	4
TOTAL	156	128
Teste Wilcoxon^(a)		0,324

Nota: Classificação dos processos abertos junto à CVM a respeito do assunto “Reclamação de Investidor/Público em Geral”. Essas informações foram obtidas junto à CVM através do Serviço de Atendimento ao Cidadão. (a) Teste não-paramétrico da soma de classificações de Wilcoxon para verificação de diferença entre duas medianas. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Pela análise da Tabela 4 evidencia-se para o ano de 2010 a abertura de 156 processos para 72 empresas da amostra (22,36%, do total), e, para o ano de 2012 a abertura de 128 processos para 65 empresas da amostra (18,68%, do total). Houve, portanto, redução tanto em quantitativo de processos (19,17%, de 2010 para 2012) quanto de empresas (9,72%, de 2010 para 2012) alvo de ativismo de acionistas. Embora exista diferença quantitativa entre os períodos, ela não apresenta significância estatística.

Observa-se na Tabela 4 que 3 (três) assuntos apresentaram destaque nos períodos da amostra pela redução na quantidade de processos, juntos, esses três assuntos, representam 54,49% dos processos abertos em 2010 e 31,25% em 2012: 1) “Posição Acionária (Grupamento, Desdobramento, Bonificação)”, com redução de 66,04% do ano 2010 (53) para o ano 2012 (18); 2) “Emissão de Valores Mobiliários (Ações, Debêntures e Outros)”, com redução de 47,06% do ano de 2010 (17) para 2012 (9); e, 3) “Demonstrações Financeiras DFP, Informações Anuais IAN e Informações”, que apresentou redução de 13,33% do ano de 2010 (15) para 2012 (13).

Embora se observe redução na quantidade de processos de um período a outro, o assunto “Medidas Adotadas por Controlador e/ou Administrador de Companhia” apresentou aumento de 104,76% do ano de 2010 (21) para o ano de 2012 (43). Com isso, a participação desse assunto aumenta nos períodos de 13,46% em 2010 para 33,59% em 2012.

4.2 Índice de Ativismo de Acionistas (IAA)

Desenvolveu-se para este estudo um Índice de Ativismo de Acionistas (IAA), para o período e empresas da amostra, como forma de quantificar os eventos de ativismo de acionistas que se evidenciam nas atas, notícias e nos processos abertos junto à CVM. A Tabela 5 apresenta estatísticas descritivas desse índice (IAA).

Tabela 5 – Estatísticas descritivas do Índice de Ativismo de Acionistas (IAA)

Variável	N. Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	1º Quartil	3º Quartil
IAA (2010)	322	1,40	1,00	1,11	0,00	4,00	1,00	2,00
IAA (2012)	348	1,36	1,00	1,08	0,00	5,00	1,00	2,00

Pela análise da tabela 5 é possível observar que a média do IAA, composto por 7 questões, foi de 1,40 para o ano de 2010 e 1,36 para 2012. A pontuação máxima alcançada para o ano de 2010 foi de 4 pontos, presente em 14 empresas da amostra, que representam 4,35% do total de empresas para o período. Para o ano de 2012 a pontuação máxima alcançada foi 5, ocorrida para apenas duas empresas da amostra, que representam 0,57% do total de empresas analisadas. Isso significa que em nenhum dos anos da amostra houve empresa sendo alvo de ativismo de acionistas para todas as questões do índice.

Observa-se que 50% das empresas, tanto no ano de 2010 quanto em 2012, apresentaram IAA igual ou abaixo de 1 ponto e 75% abaixo de 2 pontos. Pode-se considerar, portanto, que os eventos que caracterizam o ativismo de acionistas para este estudo e que estão refletidos no IAA apresentam baixa incidência para os períodos analisados, com apenas 2 empresas do total da amostra com IAA igual a 5, como já evidenciado.

Existem empresas que não foram alvo de nenhum evento de ativismo, conforme avaliado pelo índice (IAA) proposto neste estudo, observado pelo valor mínimo de 0 (zero). Das empresas que não apresentaram pontuação para índice (IAA) para o período da amostra, no ano de 2010

o total foi de 79 empresas (24,53%, do total) e de 83 empresas (23,85%, do total) no ano de 2012.

A Tabela 6 mostra os resultados obtidos para o índice e demonstra o percentual de empresas que apresentaram eventos de ativismo de acionistas para cada uma das questões do índice.

Tabela 6– Percentual de empresas com eventos de ativismo no IAA

	Questões do Índice de Ativismo de Acionistas	% de Empresas com eventos de ativismo	
		2010	2012
1	Acionistas pleiteiam representação no conselho de Administração e ou Fiscal?	42,55%	40,52%
2	Acionistas reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?	0,00%	1,15%
3	Acionistas votam contrariamente, mas não reprovam proposta(s) apresentada(s) para votação em assembleia?	59,63%	58,91%
4	Acionistas apresentam proposta(s) previamente para votação em assembleia?	1,86%	0,57%
5	Acionistas apresentam proposta(s), durante assembleia, para que sejam votadas?	9,94%	8,33%
6	Acionistas protocolam reclamação contra a empresa junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM)?	22,36%	18,68%
7	Existe(m) notícia(s) sobre a empresa que relata(m) alguma forma de ativismo de acionista(s) e ou insatisfação de investidor(es)?	4,04%	7,47%

Nota: Esta tabela reporta os percentuais de empresas que apresentaram resposta positiva para cada uma das questões do Índice de Ativismo de Acionistas para os períodos da amostra.

Observa-se pela análise da Tabela 6 que o ativismo de acionistas, conforme especificado para este estudo, ocorreu com maior intensidade para as questões 3, que reporta a existência de votos contrários às propostas apresentadas nas assembleias, e questão 1, em que os minoritários buscaram representação nos conselhos Fiscal e ou de Administração.

Para estas questões 42,55% das empresas, no ano 2010, apresentaram acionistas que pleitearam ao menos uma cadeira nos conselhos Fiscal ou de Administração (questão 1), sendo que em 2012 esse percentual foi de 40,52%. No ano de 2010 os votos contrários às propostas apresentadas nas ordens do dia (questão 3) ocorreram para 59,63% das empresas da amostra e em 2012 esse percentual foi de 58,91% das empresas. Assim, observa-se leve redução do percentual de empresas alvos de ativismo de acionistas do ano de 2010 para o ano de 2012 para essas questões.

Ao contrário do que ocorre em países anglo-americanos, em que o ativismo de acionistas apresenta forte presença através de apresentação de propostas prévias a serem incluídas nas pautas das assembleias, como observado dentre outros nos estudos de Smith, (1996), Strickland, Wiles e Zenner (1996) e Gillan e Starks (2000), nos período de amostra deste

estudo este tipo de ativismo ocorreu em apenas 1,86% das empresas da amostra no ano de 2010 e 0,57% no ano de 2012.

Pode-se observar, no entanto, que os acionistas, apesar de baixo percentual, apresentaram propostas durante as assembleias em 9,94% das empresas da amostra no ano de 2010 e 8,33% no ano de 2012. O ativismo de acionistas por meio de reprovação de propostas apresentadas para votação em assembleias apresentou aumento percentual do ano de 2010 (0,00%) para o ano de 2012 (1,15%) nas empresas da amostra, embora apresentem baixo percentual de reprovação.

Em relação aos processos de reclamação junto à CVM, os mesmos ocorreram em apenas 22,36% das empresas da amostra para o ano de 2010 e 18,68% para 2012. Quanto ao foco da mídia sobre os eventos de insatisfação dos acionistas, pode-se observar que para as empresas da amostra no ano de 2010 apenas 4,04% apresentaram casos de ativismo expostos no veículo de comunicação utilizado neste estudo. Para o ano de 2012, este percentual sobe para 7,47%, embora ainda continue baixo em relação a outras questões do índice.

4.3 Resultados estatísticos para ocorrência de ativismo de acionistas nas empresas

Após identificar e descrever as ocorrências de ativismo de acionistas nas empresas da amostra constantes nas atas de assembleia ordinárias, em notícias publicadas em veículo de informação e em processos de reclamação abertos junto à CVM, segue nesta seção análise multivariada para verificação da ocorrência dos eventos. Utilizam-se modelos estatísticos de regressão com o objetivo de verificar a relação entre os eventos de ativismo identificados nas seções anteriores, também descritos como variáveis na seção 3.4 e as variáveis independentes descritas na mesma seção.

4.3.1 Estatística descritiva dos dados da amostra

Apresentam-se na Tabela 7 as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nos modelos de regressão no período da amostra.

Tabela 7 – Estatística descritiva das variáveis utilizadas nas regressões

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
TAM	670	14,351	14,442	2,140	3,178	20,690
ROE	670	0,096	0,111	1,064	-20,042	5,198
ENDIV	670	2,036	0,616	20,411	0,000	487,224
TCONS	670	1,838	1,946	0,443	0,000	2,890
ORDIA	670	4,021	4,000	1,236	1,000	12,000
QACPF	670	7,422	7,282	2,256	0,693	16,009
QACPJ	670	5,497	5,535	2,217	0,000	16,360
PINST	670	37,100	33,250	30,498	0,000	100,000
PROP	670	43,709	38,800	24,322	0,100	99,800
PINDEP	670	0,148	0,000	0,194	0,000	0,889

Nota: Esta tabela reporta as estatísticas descritivas das variáveis do estudo. *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. *Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros.

O tamanho das empresas (TAM), logaritmo natural dos ativos totais, variou de 3,178 a 20,690. As propostas apresentadas previamente para votação (ORDIA) pela administração variaram de 1 a 12 propostas no máximo, no entanto, a quantidade média observada foi de aproximadamente 4 propostas por empresa.

A quantidade de conselheiros que compõem o Conselho de Administração (TCONS), medido pelo logaritmo natural da quantidade de conselheiros existentes no Conselho de Administração, variou de 0,00 a 2,890 o que permite afirmar a existência de empresas com apenas 1 conselheiro. A proporção de conselheiros independentes que compõem os conselhos de administração alcançou o máximo de aproximadamente 89% de membros independentes.

A variável que quantifica a participação acionária de investidores institucionais (PINST), através do percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa, apresenta valor máximo de 100% de participação de investidores institucionais. Esse total de participação ocorre no período de 2012 e corresponde às empresas Cims e Litel.

4.3.2 Resultados dos modelos de regressão logística para o ativismo de acionistas

O modelo de regressão logística, neste estudo, busca verificar as variáveis que contribuem positiva ou negativamente para uma empresa ser classificada como pertencente ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas.

Observa-se na Tabela 8 a matriz de correlação de Pearson para as variáveis a serem utilizadas nas regressões no período da amostra.

Tabela 8 – Correlação de Pearson – Modelo de regressão logística

	TAM	ROE	ENDIV	TCONS	ORDIA	QACPF	QACPJ	PINST	PROP
TAM	1,000								
ROE	0,037	1,000							
ENDIV	-0,197 ^(a)	0,003	1,000						
TCONS	0,518 ^(a)	0,031	-0,109 ^(a)	1,000					
ORDIA	0,349 ^(a)	0,038	-0,078 ^(b)	0,217 ^(a)	1,000				
QACPF	0,503 ^(a)	0,046	-0,013	0,275 ^(a)	0,182 ^(a)	1,000			
QACPJ	0,606 ^(a)	0,077 ^(b)	-0,053	0,422 ^(a)	0,218 ^(a)	0,826 ^(a)	1,000		
PINST	-0,136 ^(a)	-0,036	0,026	-0,178 ^(a)	0,021	-0,102 ^(a)	-0,146 ^(a)	1,000	
PROP	-0,042	-0,029	-0,005	-0,205 ^(a)	0,013	-0,097 ^(b)	-0,156 ^(a)	0,348 ^(a)	1,000
PINDEP	0,150 ^(a)	0,036	-0,047	0,236 ^(a)	0,003	0,042	0,182 ^(a)	-0,170 ^(a)	-0,247 ^(a)

Nota: (a), (b), (c) correspondem aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Pela análise da matriz de correlação das variáveis do estudo, Tabela 8, a variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ) apresenta correlação positiva de 0,826 com a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF). Em relação às outras variáveis, como os valores foram inferiores a 0,8 não se considera a presença de colinearidade entre outros pares de variáveis.

Por considerar a presença de correlação alta entre o par de variáveis que quantificam os acionistas pessoas físicas (QACPF) e pessoas jurídicas (QACPJ), são realizados dois grupos de regressões logísticas para a análise dos dados da amostra, em que cada um considera a presença de uma dessas variáveis independentes. Define-se, portanto, o Grupo 1 como o conjunto de variáveis independentes que incluem a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF) em sua composição, e, como Grupo 2 o conjunto de variáveis independentes que incluem a variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ).

O modelo logit foi utilizado neste estudo para a realização de quatro regressões, denominadas como Mod 1, Mod 2, Mod 3 e Mod 4, para as 670 observações da amostra nos dois grupos de variáveis independentes. As variáveis dependentes e independentes desses modelos foram

definidas na seção 3.4 deste estudo. Os modelos econométricos visam a identificar as variáveis que contribuem para o aumento ou redução da probabilidade de ocorrência do ativismo de acionista nas empresas.

Mod 1 compreende os eventos de ativismo de acionistas observados nas atas de assembleia ordinária para o período de estudo e tem por variável dependente ATIVATAS. Mod 2 busca verificar o ativismo de acionistas encontrado nas notícias objeto deste estudo através da variável dependente ATIVNOT. Mod 3 compreende os processos de reclamação de investidor abertos junto à CVM e tem por variável dependente ATIVCVM. Por fim, Mod 4 busca verificar, para as empresas da amostra, a existência de evento de ativismo de acionistas ao menos em um dos meios de verificação deste fenômeno, definidas neste estudo, e possui por variável dependente ATIVTOT. Todas as variáveis foram definidas na seção 3.4 deste estudo.

Foi realizado teste VIF para identificar a existência de multicolinearidade nos dados da regressão o qual reportou presença de multicolinearidade principalmente para a variável *dummy* representativa do setor “Outros”, da classificação do Economática®, que apresentou alto valor para o teste. Após a retirada da variável “Outros” realizou-se novamente o teste VIF o qual apresentou correção do problema de multicolinearidade, com resultados para o teste inferiores a 3 por variável e menor que 2 na média. Assim, não se considera, para este estudo, o setor “Outros” como variável.

Os resultados encontrados para os modelos utilizados neste estudo para o Grupo 1 de variáveis independentes seguem apresentados na Tabela 9:

Tabela 9 – Resultados da regressão logística - Grupo 1

$$Z = \ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_6 QACPF_{i,t} + \beta_7 PINST_{i,t} + \beta_8 PROP_{i,t} + \beta_9 PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$$

Variáveis	Exp. de Sinal	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4
TAM	+	0,252*** (0,001)	0,267* (0,056)	0,201*** (0,009)	0,237*** (0,002)
ROE	-	-0,084 (0,471)	-0,065 (0,618)	-0,108 (0,207)	-0,264* (0,060)
ENDIV	-	0,004 (0,518)	-0,001 (0,987)	-0,007 (0,832)	0,004 (0,533)
TCONS	+	1,055***	0,766	-0,059	1,133***

		(0,000)	(0,182)	(0,847)	(0,000)
ORDIA	+	0,288*** (0,004)	0,170 (0,224)	-0,024 (0,799)	0,236** (0,020)
QACPF	-	0,294*** (0,000)	0,112 (0,260)	0,202*** (0,001)	0,329*** (0,000)
PINST	+	-0,003 (0,460)	-0,005 (0,427)	-0,001 (0,805)	-0,004 (0,276)
PROP	-	-0,016*** (0,001)	0,012 (0,153)	-0,002 (0,695)	-0,012** (0,013)
PINDEP	-	0,018 (0,978)	0,770 (0,414)	-0,037 (0,950)	-0,059 (0,932)
D_ANO		0,021 (0,921)	0,660* (0,076)	-0,289 (0,168)	-0,001 (0,995)
D_SETOR		Sim	Não	Sim	Sim
CONSTANTE		-6,807*** (0,000)	-10,770*** (0,000)	-5,440*** (0,000)	-6,781*** (0,000)
Nº de Observações		670	670	670	670
Testes estatísticos da regressão:					
Omnibus		0,000	0,011	0,000	0,000
Likelihood (-2LL)		576,816	247,066	587,605	553,626
Cox & Snell		0,264	0,073	0,127	0,244
Nagelkerke		0,383	0,202	0,200	0,365
Hosmer e Lemeshow		0,571	0,303	0,815	0,979
Classifica Corretamente (%)		81,2	94,2	81,6	81,3
Áreas da Curva ROC		0,826	0,785	0,738	0,827

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados pela realização de quatro modelos de regressão logística para o Grupo 1 de variáveis independentes. O modelo 1 (Mod 1) possui como variável dependente ATIVATAS, e corresponde aos eventos de ativismo observados nas atas de assembleias ordinárias. Modelo 2 (Mod 2) com ATIVNOT como variável dependente e corresponde aos eventos de ativismo observados em notícias. Modelo 3 (Mod 3) utiliza como dependente a variável ATIVCVM e corresponde aos processos abertos junto à CVM. O modelo 4 (Mod 4) corresponde aos eventos de ativismo observados em atas, notícias e processos junto a CVM e sua variável dependente é ATIVTOT. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Economática, onde 1 (um) corresponde a classificação da observação no setor e 0 (zero) sua não classificação. Os valores observados na tabela correspondem aos parâmetros estimados, e, entre parênteses encontram-se as significâncias encontradas pelos valores da estatística de Wald, análogo ao teste *t* da regressão múltipla. Para a variável *D_SETOR*, como a discriminação dos setores foi omitida para reduzir espaço, “Sim” significa que ao menos um dos setores foi estatisticamente significativo e “Não” corresponde a não significância. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Para verificar o ajustamento dos modelos, são reportados os testes realizados nas regressões do estudo na tabela 9. O teste Omnibus permite verificar se os coeficientes em conjunto são estatisticamente significativos. Os modelos em questão (1, 2, 3 e 4) apresentaram ao nível de 5% de significância a existência de ao menos um coeficiente diferente de zero o que se pode afirmar serem os coeficientes em conjunto significativos para os modelos.

As medidas Cox & Snell e Nagelkerke assemelham-se ao R^2 das regressões, sendo que Nagelkerke é preferível por ser uma medida em que o valor máximo a ser atingido é 1, o que não ocorre com Cox & Snell. Por meio das medidas Nagelkerke reportados na tabela 9 pode-se verificar a capacidade de explicar aproximadamente 38,3% para Mod 1, 20,2% para Mod 2, 20% para Mod 3 e 36,5% para Mod 4, das variações registradas na variável dependente. Assim, os modelos utilizados para classificar empresas com ativismo de acionistas observados em atas (38,3%) e total de eventos (36,54%) apresentam maior capacidade de explicação por meio da medida Nagelkerke.

A variável tamanho da empresa (TAM) apresenta sinal positivo, como esperado, e significância estatística ao nível de 1% para os modelos que se referem aos eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1), nos processos de reclamação de investidores abertos junto à CVM (Mod 3) e no Total de Ativismo (Mod 4), e de 10% para o modelo que trata das notícias com eventos de ativismo (Mod 2). O sinal positivo mostra que esta variável contribui para o aumento da probabilidade de uma empresa ser classificada como pertencente ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas.

Os resultados encontrados para o tamanho da empresa estão em linha com os encontrados por Smith (1996), Strickland, Wiles e Zenner (1996), Poulsem, Strand e Thomsen (2010) e Nordén e Strand (2011) de que o tamanho da empresa afeta sua probabilidade de ser alvo de ativismo de acionistas. Isso ocorre pela participação que essas empresas possuem nas carteiras de investimento e a expectativa de benefícios, segundo Smith (1996). Para Nordén e Strand (2011) ocorre maior ativismo em virtude da visibilidade que essas empresas proporcionam no sentido de promover o agente ativista.

Para os modelos referentes aos eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1) e ao Total de Ativismo (Mod 4 - em atas, CVM e notícias) as variáveis tamanho do conselho de administração (TCONS) e ordens do dia (ORDIA) apresentam sinais positivos, como esperado, e contribuem para o aumento da probabilidade de uma empresa ser classificada

como pertencente ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas. Observa-se significância estatística para estas variáveis ao nível de 1%, com exceção de ordens do dia (ORDIA) para Mod 4 com significância estatística ao nível de 5%.

Os resultados encontrados para a variável tamanho do conselho de administração (TCONS) confirma a afirmação de Van der Elst (2011a) de que a quantidade de conselheiros a serem eleitos influencia positivamente nos processos de voto e na participação de pequenos acionistas. Assim, para a amostra desta pesquisa, é possível verificar que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa quanto à utilização dessa variável, de forma a contribuir para o aumento da probabilidade das empresas serem classificadas como pertencentes ou não ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas. Esses resultados estão relacionados ao ativismo de acionistas em atas e ao total de ativismo de acionistas conforme já especificado.

A variável ordem do dia (ORDIA) apresentou sinal positivo e significância estatística ao nível de 1% para o modelo 1 que trata do ativismo em assembleias e de 5% para o modelo 4 que soma as 3 frentes de ativismo (assembleias, notícias e CVM). Por meio de estudos em mercados difusos verifica-se, como em Gillan e Starks (2000) e Renneboog e Szilagyi (2010), a importância das propostas prévias apresentadas por acionistas como *proxy* de ativismo de acionistas e sua relação com a proporção de votos em assembleia. Para as empresas e períodos objetos deste estudo, os resultados mostram que as propostas prévias são em quantidade reduzida, como apresentado na Tabela 2, assim, as ordens do dia apresentam-se como forma alternativa dos acionistas exercerem ativismo por meio dos votos em assembleia. A Tabela 2, presente nesta pesquisa, demonstra os resultados de votações nas atas objeto deste estudo.

Contribui, igualmente, para o aumento da probabilidade de uma empresa ser classificada como pertencente ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF). O sinal positivo encontrado para a variável, contrário ao esperado pela Teoria da Agência, é significativo ao nível de 1% para os modelos que se referem aos eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1), nos processos de reclamação de investidores abertos junto à CVM (Mod 3) e no Total de Ativismo (Mod 4). Esse resultado é condizente com a afirmação de Strickland, Wiles e Zenner (1996) de que o fato de possuírem uma base acionária dispersa torna as empresas mais suscetíveis de ativismo por meio de acordo entre acionistas minoritários.

A variável estrutura de propriedade (PROP) possui sinal negativo, como esperado, ou seja, quanto maiores os direitos sobre o fluxo de caixa do maior acionista, maior o alinhamento de interesses com o minoritário, sendo menor a presença de ativismo. Esta variável apresenta significância estatística ao nível de 1% para os eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1) e de 5% para o Total de Ativismo (Mod 4). Estes resultados corroboram o encontrado por Judge, Gaur e Muller-Kahle (2010) de relação negativa entre a concentração de propriedade e o ativismo de acionistas. O resultado de Silveira e Barros (2008), de que direitos sobre fluxo de caixa em posse do controlador permitem menor expropriação de minoritário, explica tanto a expectativa quanto o sinal encontrado para essa variável.

Mod 4 apresenta a variável retorno sobre patrimônio (ROE) com sinal negativo, como esperado, sendo estatisticamente significativa ao nível de 10%. Isso sinaliza que empresas com melhor desempenho são, conforme esperado, menos candidatas a serem alvos de ativismo dos investidores minoritários. Embora pouco significativo, esse resultado está alinhado com aqueles encontrados por Strickland, Wiles e Zenner (1996), Renneboog e Szilagyi (2010) e Poulsen, Strand e Thomsen (2010) quanto ao ativismo de acionistas ter como alvo empresas com baixo desempenho.

Apenas para o modelo que trata das notícias com eventos de ativismo (Mod 2) a variável *dummy*, que representa a ocorrência de ativismo nos dois anos da amostra (2010 e 2012), apresenta significância estatística, ao nível de 10% e sinal positivo em seu coeficiente.

A variável *dummy*, que representa os setores deste estudo, mostra significância estatística para os modelos que se referem aos eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1), nos processos de reclamação de investidores abertos junto à CVM (Mod 3) e no Total de Ativismo (Mod 4). Para Mod 1 observa-se significância estatística para Eletroeletrônicos (5%) e Papel e Celulose (10%), ambos com coeficientes negativos, e, Siderurgia & Metalurgia (5%) com coeficiente positivo. Mod 3 apresenta significância estatística para o setor de Alimentos e Bebidas (1%), com coeficiente positivo. E, para Mod 4 verifica-se significância estatística para Siderurgia & Metalurgia (5%), Agro e Pesca (10%) e Alimentos e Bebidas (10%), ambos com coeficientes positivos, e, Papel e Celulose (10%) com coeficiente negativo. A discriminação dos setores foi omitida na Tabela 9 para reduzir espaço, no entanto, a tabela 13, presente no apêndice A, apresenta os resultados com a inserção dos setores não discriminados.

A tabela 10 reporta os resultados dos modelos utilizados neste estudo para o Grupo 2 de variáveis independentes e se diferencia da tabela 9 por substituir a variável explicativa quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF) pela variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ).

Tabela 10 – Resultados da regressão logística - Grupo 2

$$Z = \ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t} + \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$$

Variáveis	Exp. de Sinal	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4
TAM	+	0,190** (0,015)	0,325** (0,022)	0,262*** (0,001)	0,180** (0,021)
ROE	-	-0,100 (0,368)	-0,066 (0,621)	-0,109 (0,205)	-0,273** (0,046)
ENDIV	-	0,004 (0,479)	0,000 (0,993)	-0,004 (0,876)	0,004 (0,479)
TCONS	+	0,910*** (0,003)	0,765 (0,186)	-0,073 (0,810)	0,981*** (0,001)
ORDIA	+	0,307*** (0,003)	0,171 (0,216)	-0,018 (0,849)	0,250** (0,015)
QACPJ	-	0,387*** (0,000)	0,022 (0,834)	0,084 (0,173)	0,403*** (0,000)
PINST	+	-0,004 (0,344)	-0,006 (0,395)	-0,002 (0,656)	-0,005 (0,188)
PROP	-	-0,014*** (0,005)	0,012 (0,186)	-0,003 (0,498)	-0,011** (0,032)
PINDEP	-	-0,534 (0,427)	0,779 (0,415)	-0,170 (0,775)	-0,638 (0,355)
D_ANO		0,036 (0,864)	0,651* (0,080)	-0,293 (0,157)	-0,019 (0,931)
D_SETOR		Sim	Não	Sim	Sim
CONSTANTE		-5,719*** (0,000)	-10,900*** (0,000)	-5,229*** (0,000)	-5,570*** (0,000)
Nº de Observações		670	670	670	670
Testes estatísticos da regressão:					
Omnibus		0,000	0,015	0,000	0,000
Likelihood (-2LL)		569,442	248,356	598,119	549,942
Cox & Snell		0,272	0,071	0,113	0,248
Nagelkerke		0,394	0,197	0,178	0,371
Hosmer e Lemeshow		0,119	0,504	0,947	0,150
Classifica Corretamente (%)		79,4	94,3	81,8	80,0
Áreas da Curva ROC		0,836	0,778	0,719	0,836

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados pela realização de quatro modelos de regressão logística para o Grupo 2 de variáveis independentes. O modelo 1 (Mod 1) possui como variável dependente ATIVATAS, e

corresponde aos eventos de ativismo observados nas atas de assembleias ordinárias. Modelo 2 (Mod 2) com ATIVNOT como variável dependente e corresponde aos eventos de ativismo observados em notícias. Modelo 3 (Mod 3) utiliza como dependente a variável ATIVCVM e corresponde aos processos abertos junto à CVM. O modelo 4 (Mod 4) corresponde aos eventos de ativismo observados em atas, notícias e processos junto à CVM e sua variável dependente é ATIVTOT. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Econômica, onde 1 (um) corresponde a classificação da observação no setor e 0 (zero) sua não classificação. Os valores observados na tabela correspondem aos parâmetros estimados, e, entre parênteses encontram-se as significâncias encontradas pelos valores da estatística de Wald, análogo ao teste *t* da regressão múltipla. Para a variável *D_SETOR*, como a discriminação dos setores foi omitida para reduzir espaço, “Sim” significa que ao menos um dos setores foi estatisticamente significativo e “Não” corresponde a não significância. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Verifica-se na tabela 10 o ajustamento do modelo por meio dos testes realizados nas regressões. A verificação de significância estatística para os coeficientes em conjunto da regressão ocorre pelo teste Omnibus, que para os modelos 1, 2, 3, e 4 desta tabela apresentam, ao nível de 5% de significância, a existência de ao menos um coeficiente diferente de zero. Por este resultado pode-se afirmar que os coeficientes em conjunto são significativos para os modelos.

Pelas medidas de Nagelkerke, semelhante ao R^2 das regressões, presentes na tabela, verifica-se a capacidade de explicação de aproximadamente 39,4% para Mod 1, 19,7% para Mod 2, 17,8% para Mod 3 e 37,1% para Mod 4, das variações observadas na variável dependente. Observa-se, portanto, que os modelos que apresentam maior capacidade de explicação por meio da medida, Nagelkerke, são os utilizados para classificar as empresas com ativismo de acionistas observados em atas (39,4%) e total de eventos (37,1%).

Após substituição da variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF), com resultados relatados na Tabela 9, pela variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ) observa-se que:

- Para a variável tamanho da empresa (TAM) houve redução dos coeficientes nos modelos que se referem aos eventos de ativismo constantes das atas (Mod 1) e para o

total de ativismo (Mod 4). Consequentemente houve redução da significância estatística de 1% para 5% nesses modelos. O contrário ocorreu para o modelo 2, relativo às notícias com eventos de ativismo, no qual se observa aumento do coeficiente e de significância estatística de 10% para 5%.

- Embora com mesma significância estatística em ambas as tabelas, é possível verificar alterações nos coeficientes dos modelos para as variáveis tamanho do conselho (TCONS) e ordens do dia (ORDIA). Esses coeficientes apresentam valores inferiores na Tabela 9 em comparação com a Tabela 10 para a variável TCONS e superiores para a variável ORDIA.
- A variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF) no modelo referente às reclamações de investidores abertos junto à CVM (Mod 3) apresenta significância estatística ao nível de 1%. O mesmo não ocorre com a utilização da variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ), que não apresenta significância estatística. Com isso, é possível verificar que o uso da variável QACPJ não apresenta influência para o aumento ou redução da probabilidade de uma empresa ser classificada como pertencente ao grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas quanto à abertura de processos junto à CVM. A abertura de reclamação junto à CVM se mostra, portanto, um recurso mais importante para os investidores pessoas físicas, provavelmente em virtude da gratuidade desse recurso como instrumento de ativismo.
- Em relação à variável *dummy*, que representa os setores deste estudo, permanece significância estatística para os modelos 1, 3 e 4. No entanto, Mod 1 apresenta significância estatística para Siderurgia & Metalurgia (1%) com coeficiente positivo, e, Eletroeletrônicos (10%) com coeficiente negativo. Mod 3 apresenta significância estatística para o setor de Alimentos e Bebidas (1%), com coeficiente positivo. E, para Mod 4 verifica-se significância estatística para Siderurgia & Metalurgia (1%), Alimentos e Bebidas (5%) e Agro e Pesca (10%), ambos com coeficientes positivos. A Tabela 14, presente no apêndice A, apresenta os resultados da Tabela 10 com a discriminação dos setores omitidos em virtude da redução de espaço.

4.3.3 Resultados dos modelos de regressão linear múltipla para o ativismo de acionistas

Os dados utilizados para a análise das regressões lineares múltiplas correspondem a 243 empresas no ano de 2010 e 265 empresas no ano de 2012, totalizando 508 observações. Esse total de observações corresponde àquelas que apresentaram ao menos 1 (um) ponto no Índice de Ativismo de Acionistas (IAA) para o período da amostra. As análises dos dados para este estudo realizam-se com a utilização da abordagem POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*).

A matriz de correlação de Pearson para as variáveis a serem utilizadas nas regressões logísticas para o período da amostra é observada na Tabela 11.

Tabela 11 – Correlação de Pearson – Modelo de regressão linear múltipla

	TAM	ROE	ENDIV	TCONS	ORDIA	QACPF	QACPJ	PINST	PROP
TAM	1,000								
ROE	0,082 ^(c)	1,000							
ENDIV	-0,147 ^(a)	0,000	1,000						
TCONS	0,482 ^(a)	0,064	-0,099 ^(b)	1,000					
ORDIA	0,281 ^(a)	0,055	-0,048	0,163 ^(a)	1,000				
QACPF	0,577 ^(a)	0,074 ^(c)	0,003	0,214 ^(a)	0,186 ^(a)	1,000			
QACPJ	0,670 ^(a)	0,109 ^(b)	-0,045	0,370 ^(a)	0,186 ^(a)	0,810 ^(a)	1,000		
PINST	-0,097 ^(b)	-0,052	0,000	-0,157 ^(a)	0,069	-0,100 ^(b)	-0,142 ^(a)	1,000	
PROP	-0,002	-0,058	-0,043	-0,200 ^(a)	0,072	-0,053	-0,124 ^(a)	0,284 ^(a)	1,000
PINDEP	0,077 ^(c)	0,037	-0,041	0,182 ^(a)	-0,060	-0,038	0,096 ^(b)	-0,130 ^(a)	-0,250 ^(a)

Nota: (a), (b), (c) correspondem aos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente.

É possível verificar, a partir da análise da matriz de correlação das variáveis do estudo, tabela 11, que a variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ) apresenta correlação positiva de 0,810 com a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF). Não se considera a presença de colinearidade entre outros pares de variáveis por apresentarem valores inferiores a 0,8.

Por se considerar a presença de correlação entre o par de variáveis que quantifica os acionistas pessoas físicas (QACPF) e pessoas jurídicas (QACPJ), são realizados dois modelos de regressões lineares múltiplas para se analisar os dados da amostra. Considera-se, portanto, como Modelo 1 o grupo de variáveis independentes no qual inclui-se a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF), e, como Modelo 2 o grupo de variáveis independentes com a variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ) inclusa.

Foi realizado teste VIF para verificar a existência de multicolinearidade nos dados da regressão, o qual reportou sua presença principalmente para a variável *dummy* representativa do setor “Outros” da classificação do Econômica que apresentou alto valor para o teste. Após retirada a variável “Outros” aplicou-se novamente o teste VIF que reportou correção

para o problema de multicolinearidade com resultados para o teste inferiores a 3 por variável e menor que 2 na média. Assim, não se considera, para este estudo, o setor “Outros” como variável.

As regressões lineares múltiplas, aplicadas pelo método de MQO, para os modelos deste estudo são, como um todo, significativas, visto que a hipótese de que todos os coeficientes são iguais a zero é rejeitada, ao nível de 1%, em razão da aplicação de teste t para as variáveis da amostra. Por meio do teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg verificou-se a presença de heterocedasticidade, $\text{Prob} > \chi^2$ igual a 0,0689 (Modelo 1) e 0,0074 (Modelo 2), para os quais utilizou-se a correção de White, que segundo Gujarati (2006) torna os erros padrão dos coeficientes robustos, consistentes para heterocedasticidade.

Os modelos econométricos de regressão linear, utilizados neste estudo, buscam verificar a relação existente entre as variáveis independentes e a variável dependente (IAA) das observações que compõem a amostra e que apresentaram pontuação igual ou superior a 1 no Índice de Ativismo de Acionistas, esta variável, dependente, é descrita na seção 3.4 deste estudo. A tabela 12 apresenta os resultados dessa regressão.

Tabela 12 – Resultados das regressões lineares múltiplas

Variável Dependente – Índice de Ativismo de Acionistas					
Modelo 1					
$IAA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_6 QACPF_{i,t}$ $+ \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$ $+ \xi_{i,t}$					
Modelo 2					
$IAA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t}$ $+ \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$ $+ \xi_{i,t}$					
Painel A – Estatísticas das Variáveis					
Variáveis	Exp. de Sinal	Modelo 1		Modelo 2	
		Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão
TAM	+	0,0567**	0,0284	0,1033***	0,0308
ROE	-	-0,0208	0,0221	-0,0155	0,0226
ENDIV	-	-0,0016***	0,0005	-0,0012**	0,0005
TCONS	+	0,1034	0,1108	0,0738	0,1099
ORDIA	+	0,0235	0,0359	0,0273	0,0367
QACPF	-	0,0527**	0,0210	-	-
QACPJ	-	-	-	-0,0171	0,0309
PINST	+	-0,0011	0,0014	-0,0015	0,0014
PROP	-	-0,0005	0,0019	-0,0012	0,0020
PINDEP	-	-0,3113	0,2265	-0,2996	0,2264
D_ANO		-0,0664	0,0795	-0,0835	0,0790

D_SETOR		Sim		Sim
CONSTANTE	0,4493	0,3663	0,3397	0,3647
Painel B – Estatísticas do Modelo				
R ² Ajustado		11,07%		10,29%
Nº de Observações		508		508

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados para a regressão linear múltipla realizada para as 508 empresas que apresentaram ao menos uma resposta no Índice de Ativismo de Acionistas (IAA). A variável dependente é o *Índice de Ativismo de Acionistas (IAA)*, definido como a pontuação alcançada por cada empresa no índice proposto neste estudo. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. *Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Economática, onde 1 (um) corresponde a ocorrência do setor e 0 (zero) sua não ocorrência. Para a variável *D_SETOR*, como a discriminação dos setores foi omitida para reduzir espaço, “Sim” significa que ao menos um dos setores foi estatisticamente significativo e “Não” corresponde a não significância. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Verifica-se pela Tabela 12 que a variável tamanho da empresa (TAM) apresentou significância estatística ao nível de 5% ao se utilizar a variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF). Porém, ao substituir esta variável pela quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ), observa-se maior significância estatística, ao nível de 1%.

Como o sinal encontrado para a variável tamanho da empresa (TAM) para ambos os modelos está em linha com o esperado, verifica-se ter o tamanho da empresa relação positiva com o índice de ativismo de acionistas. Ou seja, empresas maiores apresentam maiores pontuações no índice de ativismo de acionistas, que por sua vez representa maior incidência de eventos de ativismo de acionistas para o período da amostra. Assim, em empresas maiores os acionistas possuem mais incentivos para exercer o ativismo em decorrência dos benefícios esperados, além de que, por seu tamanho, essas empresas podem apresentar características em seu quadro de acionistas que permitam maiores mobilizações para eventos de ativismo.

Corroborar este resultado com os encontrados em pesquisas internacionais de que há relação positiva entre o tamanho da empresa e o ativismo de acionistas. Encontram essa relação no mercado americano as pesquisas de Smith (1996) e Strickland, Wiles e Zenner (1996), na Holanda na pesquisa de Jong, Mertens e Roosenboom (2006), na Suécia nos trabalhos de

Poulsen, Strand e Thomsen (2010) e Nordén e Strand (2011). Para Smith (1996) esta relação ocorre pela expectativa de benefícios nessas empresas, e, para Nordén e Strand (2011) em razão da maior visibilidade que elas proporcionam.

A variável endividamento (ENDIV) apresentou relação negativamente significativa ao nível de 1% (modelo 1) e 5% (modelo 2) com o ativismo de acionistas, como esperado. Observa-se, portanto, redução da significância estatística pela substituição da variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF) pela variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ). Pelos resultados verifica-se que quanto maior o endividamento da empresa menor a pontuação no Índice de Ativismo de Acionistas (IAA).

Os resultados da variável endividamento (ENDIV) corroboram com os de Renneboog e Szilagyi (2010) de que as submissões de propostas para votação diminuem em relação ao endividamento. Além de ser consistente com os achados de Poulsen, Strand e Thomsen (2010) de existir uma relação de substituição de monitoramento de acionistas por credores em empresas mais endividadas, em que os acionistas perdem incentivos para exercer o ativismo.

A variável quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF) apresentou-se positivamente significativa ao nível de 5%, com o sinal contrário ao esperado segundo a Teoria da Agência. Portanto, quanto maior a quantidade de acionistas pessoas físicas, maior a pontuação no Índice de Ativismo de Acionistas (IAA). O mesmo, porém, não ocorre com o modelo 2, onde há a substituição pela variável quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ), pois esta não apresenta significância estatística.

O resultado de significância estatística e o sinal encontrado para a variável quantidade de acionistas pessoas físicas remetem à possibilidade de ativismo por meio de acordos entre entidades representativas de acionistas minoritários, pessoas físicas, e a gestão das empresas como relatam Strickland, Wiles e Zenner (1996) em seu estudo. Os autores também identificaram maior ocorrência de acordos entre minoritários nos processos de votação em assembleias em empresas com base dispersa de acionistas.

Observa-se significância estatística para a variável *dummy* representativa dos setores utilizados em ambos os modelos definidos para este estudo. Apresentam-se estatisticamente significativos: i) ao nível de 1%, para o modelo 1, o setor Fundos; ii) ao nível de 5%, para o modelo 2, os setores Fundos e Transporte; e, iii) ao nível de 10%, para o modelo 1, os setores Eletroeletrônicos e Transporte. Para todos esses setores observa-se que o sinal dos

coeficientes é negativo, ou seja, as empresas que pertencem a esses setores são negativamente relacionadas aos eventos de ativismo de acionistas medidos pelo índice de ativismo de acionistas (IAA) definido neste estudo. A tabela 15 presente no apêndice B discrimina todos os setores utilizados neste estudo e omitidos na tabela 12 por motivos de redução de espaço.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo primeiro deste estudo foi o de mapear as evidências de ativismo de acionistas nas empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa, e, em seguida, analisar seus possíveis determinantes e variáveis que afetam sua intensidade. Para alcançar o objetivo foram analisadas atas de assembleias ordinárias, processos abertos por acionistas junto à CVM e notícias veiculadas no jornal on-line Valor Econômico. Como forma de quantificar os eventos objeto deste estudo foi elaborado o Índice de Ativismo de Acionistas composto de 7 questões binárias relativas às atas, notícias e processos. Para verificar a relação existente entre os eventos de ativismo de acionistas e variáveis referentes às informações contábil-financeiras e características das empresas, foram realizadas regressões logísticas e regressões lineares múltiplas.

Evidências de eventos de ativismo de acionistas foram relatadas, pela análise das atas, em 234 empresas (72,67%, do total) da amostra relativa ao ano de 2010 e 255 empresas (73,27%, do total) da amostra de 2012. Da mesma forma, embora com baixa ocorrência, foram observadas evidências de ativismo de acionistas nas notícias objeto deste estudo para 13 empresas, 4,04%, da amostra total do ano de 2010 e de 26 empresas, 7,47%, no ano de 2012. Em relação ao ativismo de acionistas relativos aos processos abertos junto à CVM, estes ocorreram para 72 empresas, 22,36% do total de empresas no ano de 2010 e 65 empresas em 2012, 18,68% do total de empresas do ano.

Embora difira de estudos internacionais como de Smith, (1996), Strickland, Wiles e Zenner (1996) e Gillan e Starks (2000), que abordam a ocorrência de ativismo de acionistas através de resultados das propostas prévias apresentadas por acionistas, os eventos de ativismo de acionistas presentes nas atas de assembleias ordinárias ocorreram por meio de: i) propostas apresentadas previamente e durante as assembleias; ii) votos contrários às propostas apresentadas; iii) rejeição de propostas; e, iv) busca por representação nos conselhos. Observa-se, portanto, a ocorrência de ativismo de acionistas no mercado acionário brasileiro através de caminhos diferentes dos observados nas pesquisas internacionais.

Entretanto, como nos resultados de Schäfer e Hertrich (2011) para o mercado alemão, os instrumentos que permitem maior participação de acionistas nas assembleias apresentam pequena proporção de uso pelos acionistas, como verificado pela quantidade de propostas prévias aprovadas, instrumento comum em mercados anglo-saxões.

A representação de acionistas em conselhos pode ser observada, para o período da amostra, pois além de instalarem conselhos fiscais os acionistas elegeram representantes para esses conselhos, com 159 membros efetivos no ano de 2010 e 173 no ano de 2012. Para os conselhos de administração, foram eleitos 97 membros efetivos em 2010 e 93 em 2012. A busca por representatividade nos conselhos pode ser observada, ainda, por meio da solicitação de adoção de processos de “votos múltiplos” que ocorreram nas assembleias objetos deste estudo e que permitem aos minoritários maior possibilidade de elegerem membros para os conselhos de administração.

Observou-se aumento nos relatos de ativismo de acionistas em notícias entre os períodos da amostra, embora não sejam estatisticamente significativos. Destaque para os eventos relacionados à incorporação no ano de 2010 e as operação de fechamento de capital no ano de 2012. Além do aumento efetivo de eventos de ativismo de acionistas nas empresas, para o período da amostra, pode-se considerar como possível explicação ao aumento de relatos de ativismo de acionistas pela mídia, objeto deste estudo, o aumento no interesse que esses eventos despertaram, haja visto o aumento no quantitativo total de republicações dos eventos de um período a outro.

Os processos abertos junto à CVM apresentaram redução, não estatisticamente significativa, do ano de 2010 para o ano de 2012. No entanto, observou-se aumento nos processos que relatam as “Medidas adotadas por controlador e/ou administrador da Companhia”. Destaque também para a redução no quantitativo de processos abertos com a descrição “Posição acionária (grupamento, desdobramento, bonificação)”.

Pela pontuação do Índice de Ativismo de Acionista para as empresas da amostra nos períodos de estudo verifica-se a pontuação máxima de 4 questões no ano de 2010 e 5 em 2012, ou seja, nenhuma das empresas foi alvo consecutivamente de todas as questões constantes do índice. A questão 3 apresentou a maior quantidade de empresas com ativismo de acionistas e corresponde aos votos contrários apresentados às ordens do dia constantes das atas de assembleias ordinárias.

Evidenciou-se por meio da regressão logística que as variáveis tamanho da empresa (TAM), tamanho do conselho de administração (TCONS), ordem do dia (ORDIA), quantidade de acionistas pessoas físicas (QACPF), quantidade de acionistas pessoas jurídicas (QACPJ) e ano (D_ANO) apresentam sinal positivo para ao menos 1 dos modelos utilizados neste estudo.

Por outro lado, as variáveis retorno operacional (ROE) e estrutura de propriedade (PROP) apresentam sinal negativo para ao menos 1 dos modelos. A variável setor (D_SETOR), *dummy* que representa os setores deste estudo, apresentou significância estatística para 3 dos modelos estudados. Apresentaram sinais positivos os setores: i) Siderurgia & Metalurgia; ii) Alimentos e Bebidas; iii) Agro e Pesca. E sinais negativos os setores: i) Eletroeletrônicos; e, ii) Papel e Celulose. As variáveis com sinal positivo contribuem para o aumento da probabilidade de classificação das empresas no grupo de empresas alvo de ativismo de acionistas, e, as com sinal negativo contribuem para a redução desta probabilidade. Essa evidência permite afirmar que tais variáveis afetam as chances das empresas serem alvo de ativismo de acionistas.

Por meio da regressão linear múltipla aplicada às 508 observações da amostra, para as empresas que apresentaram resposta positiva, ao menos a uma das questões do Índice de Ativismo de Acionistas, evidenciou-se que as variáveis tamanho da empresa (TAM), endividamento (ENDIV) e quantidade de acionistas de pessoas físicas (QACPF) apresentam relação significativa com a intensidade do ativismo de acionistas medido pelo índice.

O Tamanho da empresa apresenta relação positiva com o ativismo de acionista. Este resultado para o tamanho da empresa é consistente com Smith (1996) e Nórden e Strand (2011). O endividamento afeta negativamente o índice, sinalizando um efeito de substituição entre o monitoramento pelos detentores de dívidas da empresa e o ativismo de investidores.

A quantidade de pessoas físicas que são acionistas das empresas possui relação positiva com o nível de ativismo, resultado contrário ao esperado segundo a Teoria da Agência. Entretanto, Strickland, Wiles e Zenner (1996) ao analisarem as ações de uma associação representativa de acionistas minoritários, identificaram que empresas com base acionária dispersa tornam-se mais suscetíveis de ativismo. O ativismo ocorre por meio de acordo entre a entidade representativa e a gestão da empresa e também via apresentação de propostas.

As conclusões obtidas neste estudo correspondem às empresas que representam a amostra desta pesquisa para o período em análise e não permitem a extrapolação dos resultados, o que sugere estudos futuros para maior explanação do assunto. Como pesquisa futura sugere-se a verificação dos eventos de ativismo de acionistas em período maior e a investigação da relação entre os eventos de ativismo de acionistas e os retornos anormais de ações, como em pesquisas internacionais.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.

ANDRADE, L. P. de; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie - RAM*, v. 10, n. 4, p.4-31, 2009.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *The modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932. Tenth Printing, 2009. Disponível em: <<http://books.google.com.br/books?id=KbxhFrNr4IAC&printsec=frontcover&dq=the+moder%20n+corporation+and+private+property&sig=5PJNd0Q8fUk9NeUK7Q-ngnNvkQ>> Acesso em: 15 abril 2013.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 07 novembro 2012.

BRAV, A.; JIANG, W.; PARTNOY, F.; THOMAS, R. Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance. *The Journal of Finance*, v. 63, n. 4, 2008.

CORRAR, L.J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (coordenadores). *Análise multivariada: para cursos de administração, ciências contábeis e economia*. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. São Paulo: Atlas, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Instrução CVM n. 165 de 11 de dezembro de 1991. Disponível em: <<http://www.cnb.org.br/CNBV/instrucoes/ins165-1991.htm>>. Acesso em: 11 março 2013.

_____. Instrução CVM n. 324 de 19 de janeiro de 2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?Tipo=I&File=/inst/inst324.htm>>. Acesso em: 18 março 2013.

_____. Instrução CVM n. 457 de 13 de julho de 2007. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 março 2013.

_____. Instrução CVM n. 480 de 7 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>>. Acesso em: 11 março 2013.

_____. Instrução CVM n. 481 de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 março 2013.

CRISÓSTOMO, V. L., GONZÁLEZ, E. V. Possível estratégia de ativismo de fundos de pensão no Brasil. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 10, n. 1, p.139-155, 2006.

CZIRAKI, P.; RENNEBOOG, L; SZILAGYI, P. G. /shareholder activism through proxy proposals: the European perspective. *European Financial Management*, v. 16, n. 5, p. 738-777, 2010.

DEL GUERCIO; D. SEERY, L.; WOIDTKE, T. Do boards pay attention when institutional investor activist. *Jornal of Financial Economics*, v. 90, n 1, p. 84-103, 2008.

DUBOIS, E. Shareholders' general meetings and the role of proxy advisors in France and Japan. *Social Science Research Network – SSRN*, 2012. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2114359>. Acesso em: 9 outubro 2012.

DUTRA, M. G. L.; SAITO, R. Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*. – RAC, Curitiba, v. 6, n. 2, 2002.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 301-325, 1983.

FÁVERO L. P. L.; BELFIORE P. P.; CHAN, B. L.; SILVA, F. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Campus; 2009.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. *Journal of Corporate Finance*, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. A survey of Shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Social Science Research Network – SSRN*, 1998. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=663523>. Acesso em: 15 abril 2013.

_____. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.

_____. The evolution of shareholder activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 19, n. 1, p. 55–73, 2007.

HADANI, M.; GORANOVA, M.; KHAN, R. Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business Research*, v. 64, p.1352-1260, 2011.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*, v. 9, n. 1, pp. 7-26, 2003.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p.305 – 360, 1976.

JONG, A. de; MERTENS, G.; ROOSENBOOM, P. Shareholders' voting at general meetings: evidence from the Netherlands. *Jornal of Management and Governance*, v. 10, n. 4, p. 353-380, 2006.

JUDGE, W. Q.; GAUR, A.; MULLER-KAHLE, M. I. Antecedents of shareholder activism in target firms: evidence from a multi-country study. *Corporate Governance: An International Review*, v. 18, n. 4, p.258-273, 2010.

KAPPLER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v.10, p. 703-728, 2004.

KARPOFF, J. M. The impact of shareholder activism on target companies: a survey of empirical findings. *Social Science Research Network – SSRN*, 2001. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=885365>. Acesso em: 15 julho 2012.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 113-1155, 1998.

_____. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, p. 3-27, 2000.

LEVINE, D. M.; STEPHAN, D. F.; KREHBIEL, T. C.; BERENSON, M. L. *Estatística: teoria e aplicações*. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

LIPTON, M.; LORSCH, J. A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

LOGSDON, J. M.; VAN BUREN III, H. J. Beyond the proxy vote: dialogues between shareholder activists and Corporations. *Journal of business Ethics*, v. 87, p. 353-365, 2009.

MIETZNER, M.; SCHWEIZER, D. Hedge funds vs. private equity funds as shareholder activists – difference in value creation. *Social Science Research Network – SSRN*, 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1015714>. Acesso em: 19 março 2013.

NORDÉN, L.; STRAND, T. Shareholder activism among portfolio managers: rational decisions or 15 minutes of fame?. *Jornal of Management and Governance*, v. 15, n. 3, p. 375-391, 2011.

POULSEN, T.; STRAND, T.; THOMSEN, S. Voting power and shareholder activism: a study of Swedish shareholder meetings. *Corporate Governance: An Internation Review*, v. 18, n. 4, p. 329-343, 2010.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 18, n. 45, p.63-72, 2007.

RAMOS, G. M.; MARTINEZ, A. L. Governança corporativa. *Revista Contemporânea de Contabilidade – RCC*, v. 1, n. 6, p.143-164, 2006.

RENNEBOOG, L.; SZILAGYI, P. G. Shareholder activism through the proxy process. *Social Science Research Network – SSRN*, 2010. Disponível em: < http://papers.ssrn.com/sol3/pape%20rs.cfm?abstract_id=146%200578>. Acesso em: 29 junho 2012.

_____. The role of shareholder proposals in corporate governance. *Journal of Corporate Finance*, v. 17, n. 1, p. 167-188, 2011.

SCHÄFER, H.; HERTRICH, C. Shareholder activism in Germany: theoretical considerations and empirical evidence. *Working Paper*, Departament of Corporate Finance, Institute of Business Administration, University of Stuttgart, 2011.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C. da; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 3, n. 1, p.1-18, 2005.

SILVEIRA, A. D. M. da. *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração – REAd*, ed. 61, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. C.; FAMA, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, v. 43, n. 3, 2003.

SJÖSTRÖM, E. Shareholder activism for corporate social responsibility: what do we know?. *Sustainable Development*, v. 16, n. 3, p. 141-154, 2008.

SMITH, M. P. Shareholder activism by institutional investors: evidence from CalPERS. *The Journal of Finance*, v. 51, n. 1, p. 227-252, 1996.

STRICKLAND, D; WILES, K. W.; ZENNER, M. A requiem for the USA is small shareholder monitoring effective?. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p.319-338, 1996.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 17, n. 42, p.35-49, 2006.

VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. Ownership and control structure of brazilian companies. *Social Science Research Network – SSRN*, 2000. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=213409>. Acesso em: 11 abril 2013.

VAN DER ELST, C. Revisiting shareholder activism at AGMs: voting determinants of large and small shareholders. *Social Science Research Network – SSRN*, 2011a. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1886865>. Acesso em: 25 fevereiro 2013.

_____. Shareholder Activism in Belgium: The Belgian AGMs and EGMs in 2011. *Social Science Research Network – SSRN*, 2011b. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1929792>. Acesso em: 20 janeiro 2013.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

APÊDICE A – Resultados completos dos modelos de regressão logística

Tabela 13 – Resultados da regressão logística com resultados para *dummies* de setores - Grupo 1

$$Z = \ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_6 QACPF_{i,t} + \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$$

Variáveis	Exp. de Sinal	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4
TAM	+	0,252*** (0,001)	0,267* (0,056)	0,201*** (0,009)	0,237*** (0,002)
ROE	-	-0,084 (0,471)	-0,065 (0,618)	-0,108 (0,207)	-0,264* (0,060)
ENDIV	-	0,004 (0,518)	-0,001 (0,987)	-0,007 (0,832)	0,004 (0,533)
TCONS	+	1,055*** (0,000)	0,766 (0,182)	-0,059 (0,847)	1,133*** (0,000)
ORDIA	+	0,288*** (0,004)	0,170 (0,224)	-0,024 (0,799)	0,236** (0,020)
QACPF	-	0,294*** (0,000)	0,112 (0,260)	0,202*** (0,001)	0,329*** (0,000)
PINST	+	-0,003 (0,460)	-0,005 (0,427)	-0,001 (0,805)	-0,004 (0,276)
PROP	-	-0,016*** (0,001)	0,012 (0,153)	-0,002 (0,695)	-0,012** (0,013)
PINDEP	-	0,018 (0,978)	0,770 (0,414)	-0,037 (0,950)	-0,059 (0,932)
D_ANO		0,021 (0,921)	0,660* (0,076)	-0,289 (0,168)	-0,001 (0,995)
AGRO		1,065 (0,236)	-17,249 (0,999)	0,012 (0,992)	1,902* (0,094)
ALIM		0,344 (0,486)	-0,161 (0,855)	1,199*** (0,006)	0,947* (0,080)
COM		0,206 (0,681)	1,048 (0,142)	-0,602 (0,324)	0,396 (0,443)
CONST		0,262 (0,571)	0,154 (0,841)	-0,119 (0,801)	0,422 (0,376)
ELET		-1,631** (0,019)	-17,555 (0,999)	0,293 (0,681)	-0,923 (0,161)
ENERG		0,511 (0,253)	0,194 (0,754)	0,335 (0,384)	0,456 (0,313)
FIN		-0,457 (0,269)	-1,439 (0,119)	-0,196 (0,647)	-0,410 (0,326)
FUND		-20,635 (1,000)	-16,368 (1,000)	23,796 (1,000)	21,692 (1,000)
MAQ		0,324 (0,733)	-18,202 (0,999)	-19,592 (0,999)	0,326 (0,731)
MIN		-0,602 (0,595)	-18,783 (0,999)	0,207 (0,800)	-0,057 (0,963)
MINER		19,534 (0,999)	-18,084 (0,999)	-19,428 (0,999)	19,565 (0,999)
PAP		-1,654* (0,065)	-18,661 (0,999)	-1,101 (0,318)	-1,645* (0,069)
PETR		-0,020 (0,982)	0,885 (0,330)	0,383 (0,601)	-0,094 (0,915)

QUIM	-0,416 (0,484)	-0,116 (0,919)	-0,099 (0,874)	-0,324 (0,592)
SIDER	1,118** (0,033)	0,522 (0,502)	0,364 (0,421)	1,279** (0,017)
SOFT	1,175 (0,365)	0,642 (0,606)	-0,454 (0,686)	1,306 (0,318)
TEL	-1,005 (0,216)	0,193 (0,841)	0,295 (0,645)	-0,598 (0,484)
TEX	0,195 (0,625)	-0,245 (0,826)	-0,099 (0,845)	0,508 (0,219)
TRANS	-0,297 (0,573)	-0,695 (0,535)	-0,694 (0,298)	-0,076 (0,888)
VEIC	0,672 (0,216)	-0,296 (0,793)	-0,629 (0,343)	0,611 (0,261)
CONSTANTE	-6,807*** (0,000)	-10,770*** (0,000)	-5,440*** (0,000)	-6,781*** (0,000)
Nº de Observações	670	670	670	670
Testes estatísticos da regressão:				
Omnibus	0,000	0,011	0,000	0,000
Likelihood (-2LL)	576,816	247,066	587,605	553,626
Cox & Snell	0,264	0,073	0,127	0,244
Nagelkerke	0,383	0,202	0,200	0,365
Hosmer e Lemeshow	0,571	0,303	0,815	0,979
Classifica Corretamente (%)	81,2	94,2	81,6	81,3
Áreas da Curva ROC	0,826	0,785	0,738	0,827

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados pela realização de quatro modelos de regressão logística para o Grupo 1 de variáveis independentes. O modelo 1 (Mod 1) possui como variável dependente ATIVATAS, e corresponde aos eventos de ativismo observados nas atas de assembleias ordinárias. Modelo 2 (Mod 2) com ATIVNOT como variável dependente e corresponde aos eventos de ativismo observados em notícias. Modelo 3 (Mod 3) utiliza como dependente a variável ATIVCVM e corresponde aos processos abertos junto à CVM. O modelo 4 (Mod 4) corresponde aos eventos de ativismo observados em atas, notícias e processos junto a CVM e sua variável dependente é ATIVTOT. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Economática, onde 1 (um) corresponde a classificação da observação no setor e 0 (zero) sua não classificação. Os valores observados na tabela correspondem aos parâmetros estimados, e, entre parênteses encontram-se as significâncias encontradas pelos valores da estatística de Wald, análogo ao teste *t* da regressão múltipla. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Tabela 14 – Resultados da regressão logística com resultados para *dummies* de setores - Grupo 2
$$Z = \ln \frac{p}{1-p} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t} + \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$$

Variáveis	Exp. de Sinal	Mod 1	Mod 2	Mod 3	Mod 4
TAM	+	0,190** (0,015)	0,325** (0,022)	0,262*** (0,001)	0,180** (0,021)
ROE	-	-0,100 (0,368)	-0,066 (0,621)	-0,109 (0,205)	-0,273** (0,046)
ENDIV	-	0,004 (0,479)	0,000 (0,993)	-0,004 (0,876)	0,004 (0,479)
TCONS	+	0,910*** (0,003)	0,765 (0,186)	-0,073 (0,810)	0,981*** (0,001)
ORDIA	+	0,307*** (0,003)	0,171 (0,216)	-0,018 (0,849)	0,250** (0,015)
QACPJ	-	0,387*** (0,000)	0,022 (0,834)	0,084 (0,173)	0,403*** (0,000)
PINST	+	-0,004 (0,344)	-0,006 (0,395)	-0,002 (0,656)	-0,005 (0,188)
PROP	-	-0,014*** (0,005)	0,012 (0,186)	-0,003 (0,498)	-0,011** (0,032)
PINDEP	-	-0,534 (0,427)	0,779 (0,415)	-0,170 (0,775)	-0,638 (0,355)
D_ANO		0,036 (0,864)	0,651* (0,080)	-0,293 (0,157)	-0,019 (0,931)
AGRO		1,276 (0,165)	-17,235 (0,999)	0,058 (0,958)	2,160* (0,060)
ALIM		0,655 (0,187)	-0,097 (0,912)	1,318*** (0,002)	1,254*** (0,021)
COM		0,420 (0,407)	1,061 (0,140)	-0,526 (0,387)	0,615 (0,238)
CONST		0,491 (0,298)	0,200 (0,795)	-0,044 (0,925)	0,662 (0,172)
ELET		-1,211* (0,081)	-17,377 (0,999)	0,571 (0,423)	-0,447 (0,498)
ENERG		0,533 (0,236)	0,252 (0,681)	0,404 (0,288)	0,479 (0,290)
FIN		-0,321 (0,444)	-1,375 (0,133)	-0,113 (0,789)	-0,270 (0,521)
FUND		-19,941 (1,000)	-16,023 (1,000)	24,279 (1,000)	22,452 (1,000)
MAQ		0,505 (0,599)	-18,134 (0,999)	-19,519 (0,999)	0,521 (0,586)
MIN		-0,609 (0,567)	-18,702 (0,999)	0,269 (0,733)	-0,158 (0,888)
MINER		19,887 (0,999)	-17,962 (0,999)	-19,243 (0,999)	19,947 (0,999)
PAP		-1,401 (0,123)	-18,602 (0,999)	-1,017 (0,355)	-1,368 (0,132)
PETR		0,002 (0,998)	0,959 (0,282)	0,461 (0,515)	-0,080 (0,928)
QUIM		-0,314 (0,596)	-0,022 (0,985)	0,061 (0,922)	-0,188 (0,756)
SIDER		1,410***	0,677	0,607	1,602***

	(0,008)	(0,377)	(0,171)	(0,003)
SOFT	0,811	0,628	-0,531	0,841
	(0,522)	(0,614)	(0,635)	(0,505)
TEL	-1,168	0,561	0,712	-0,555
	(0,201)	(0,562)	(0,258)	(0,550)
TEX	0,336	-0,213	-0,065	0,657
	(0,405)	(0,849)	(0,898)	(0,116)
TRANS	-0,360	-0,728	-0,730	-0,158
	(0,498)	(0,515)	(0,271)	(0,772)
VEIC	0,775	-0,250	-0,573	0,723
	(0,156)	(0,825)	(0,388)	(0,184)
CONSTANTE	-5,719***	-10,900***	-5,229***	-5,570***
	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
Nº de Observações	670	670	670	670
Testes estatísticos da regressão:				
Omnibus	0,000	0,015	0,000	0,000
Likelihood (-2LL)	569,442	248,356	598,119	549,942
Cox & Snell	0,272	0,071	0,113	0,248
Nagelkerke	0,394	0,197	0,178	0,371
Hosmer e Lemeshow	0,119	0,504	0,947	0,150
Classifica Corretamente (%)	79,4	94,3	81,8	80,0
Áreas da Curva ROC	0,836	0,778	0,719	0,836

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados pela realização de quatro modelos de regressão logística para o Grupo 2 de variáveis independentes. O modelo 1 (Mod 1) possui como variável dependente ATIVATAS, e corresponde aos eventos de ativismo observados nas atas de assembleias ordinárias. Modelo 2 (Mod 2) com ATIVNOT como variável dependente e corresponde aos eventos de ativismo observados em notícias. Modelo 3 (Mod 3) utiliza como dependente a variável ATIVCVM e corresponde aos processos abertos junto à CVM. O modelo 4 (Mod 4) corresponde aos eventos de ativismo observados em atas, notícias e processos junto à CVM e sua variável dependente é ATIVTOT. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Economática, onde 1 (um) corresponde a classificação da observação no setor e 0 (zero) sua não classificação. Os valores observados na tabela correspondem aos parâmetros estimados, e, entre parênteses encontram-se as significâncias encontradas pelos valores da estatística de Wald, análogo ao teste *t* da regressão múltipla. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.

APÊDICE B – Resultados completos dos modelos de regressão linear múltipla

Tabela 15 – Resultados das Regressões Lineares Múltiplas com resultados para *dummies* de setores

Variável Dependente – Índice de Ativismo de Acionistas					
Modelo 1					
$IAA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_6 QACPF_{i,t}$ $+ \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$ $+ \xi_{i,t}$					
Modelo 2					
$IAA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t-1} + \beta_2 ROE_{i,t-1} + \beta_3 ENDIV_{i,t-1} + \beta_4 TCONS_{i,t} + \beta_5 ORDIA_{i,t} + \beta_7 QACPJ_{i,t}$ $+ \beta_8 PINST_{i,t} + \beta_9 PROP_{i,t} + \beta_{10} PINDEP_{i,t} + \sum_{a=1}^1 \gamma_a D_ANO_{a,t} + \sum_{j=1}^{20} \delta_j D_SETOR_{j,t}$ $+ \xi_{i,t}$					
Painel A – Estatísticas das Variáveis					
Variáveis	Exp. de Sinal	Modelo 1		Modelo 2	
		Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão
TAM	+	0,0567**	0,0284	0,1033	0,0308
ROE	-	-0,0208	0,0221	-0,0155	0,0226
ENDIV	-	-0,0016***	0,0005	-0,0012	0,0005
TCONS	+	0,1034	0,1108	0,0738	0,1099
ORDIA	+	0,0235	0,0359	0,0273	0,0367
QACPF	-	0,0527**	0,0210	-	-
QACPJ	-	-	-	-0,0171	0,0309
PINST	+	-0,0011	0,0014	-0,0015	0,0014
PROP	-	-0,0005	0,0019	-0,0012	0,0019
PINDEP	-	-0,3113	0,2265	-0,2996	0,2264
D_ANO		-0,0664	0,0795	-0,0835	0,0790
AGRO		0,2546	0,2640	0,2598	0,2490
ALIM		0,2218	0,2065	0,2387	0,2045
COM		-0,1486	0,1815	-0,1362	0,1925
CONST		-0,1069	0,1625	-0,1090	0,1632
ELET		-0,3989*	0,2408	-0,3326	0,2378
ENERG		0,0451	0,1491	0,0729	0,1494
FIN		-0,0917	0,1650	-0,7157	0,1628
FUND		-0,4770***	0,1674	-0,3387	0,1590
MAQ		-0,2105	0,2003	-0,2051	0,2055
MIN		-0,2042	0,2116	-0,1073	0,2116
MINER		-0,1422	0,2341	-0,0997	0,2331
PAP		-0,2676	0,3071	-0,2480	0,3057
PETR		-0,0332	0,3129	-0,0221	0,3275
QUIM		-0,0082	0,2942	0,0557	0,2945
SIDER		0,0268	0,1770	0,0908	0,1739
SOFT		-0,1485	0,3092	-0,1798	0,2880
TEL		0,2064	0,2942	0,5264	0,3351
TEX		-0,1719	0,1885	-0,1628	0,1830
TRANS		-0,3404*	0,1747	-0,3455	0,1708
VEIC		0,2527	0,2084	0,2807	0,2117
CONSTANTE		0,4493	0,3663	0,3397	0,3647
Painel B – Estatísticas do Modelo					
R ² Ajustado		11,07%		10,29%	
Nº de Observações		508		508	

Nota: Esta tabela reporta os resultados encontrados para a regressão linear múltipla realizada para as 508 empresas que apresentaram ao menos uma resposta no Índice de Ativismo de Acionistas (IAA). A variável dependente é o Índice de Ativismo de Acionistas (IAA), definido como a pontuação alcançada por cada empresa

no índice proposto neste estudo. As variáveis independentes são: *Tamanho da empresa (TAM)*, mensurada como logaritmo natural dos ativos totais. *Retorno sobre Patrimônio (ROE)*, definida como a relação entre lucro líquido e o patrimônio líquido. *Endividamento (ENDIV)*, definida como a relação entre o passivo total (ativo total menos patrimônio líquido) e o ativo total. *Tamanho do Conselho de Administração (TCONS)*, mensurada pelo logaritmo natural do número de conselheiros efetivos que compõem o Conselho de Administração. *Ordens do Dia (ORDIA)*, definida pela quantidade de propostas apresentadas pela administração como ordem do dia a serem votadas nas assembleias. *Quantidade de Acionistas Pessoas Físicas (QACPF)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas físicas da empresa. *Quantidade de Acionistas Pessoas Jurídicas (QACPJ)*, definida como o logaritmo natural da quantidade de acionistas pessoas jurídicas da empresa. *Participação Acionária de Investidores Institucionais (PINST)*, definida pelo percentual total de ações em posse dos investidores institucionais identificados entre os cinco maiores acionistas da empresa. *Estrutura de Propriedade – total de ações (PROP)*, definida pelo percentual total de ações em posse do maior acionista. *Proporção de conselheiros independentes (PINDEP)*, definida pela proporção de conselheiros independentes que compõem o Conselho de Administração e o seu total de conselheiros. *D_ANO*, corresponde a variável binária para cada observação da amostra em que 0 (zero) corresponde ao ano de 2010 e 1 (um) ao ano de 2012. *D_SETOR*, variável binária criada para identificar os setores de cada observação da amostra, conforme classificação do Economática, onde 1 (um) corresponde a ocorrência do setor e 0 (zero) sua não ocorrência. Os valores observados na tabela correspondem aos parâmetros estimados e entre parênteses encontram-se as significâncias encontradas pelos valores da estatística de Wald, análogo ao teste *t* da regressão múltipla. ***, **, * correspondem aos níveis de significância de 1%, 5% e 10% respectivamente.